

La Economía Argentina en el Segundo Trimestre de 1998

Durante el segundo trimestre de 1998 la Argentina siguió mostrando solidez en sus indicadores macroeconómicos básicos a pesar del desfavorable contexto financiero internacional. El PIB real presentó un crecimiento del 6,9% respecto del mismo trimestre de 1997, lo cual resulta en un crecimiento interanual de poco más del 7% para el primer semestre, constituyéndose así en una de las mayores tasas de crecimiento del mundo durante dicho período. Por su parte, entre mayo de 1997 y mayo de 1998 se generaron 731.000 empleos, es decir un incremento interanual del 6,7%.

Durante este período los depósitos totales y el crédito al sector privado no financiero siguieron creciendo a buen ritmo (21% y 17%, respectivamente, entre junio de 1997 y junio de 1998). Por su parte, el déficit fiscal se mantuvo dentro de los márgenes previstos, cumpliéndose adecuadamente con las metas pactadas con el Fondo Monetario Internacional en el programa de facilidades extendidas.

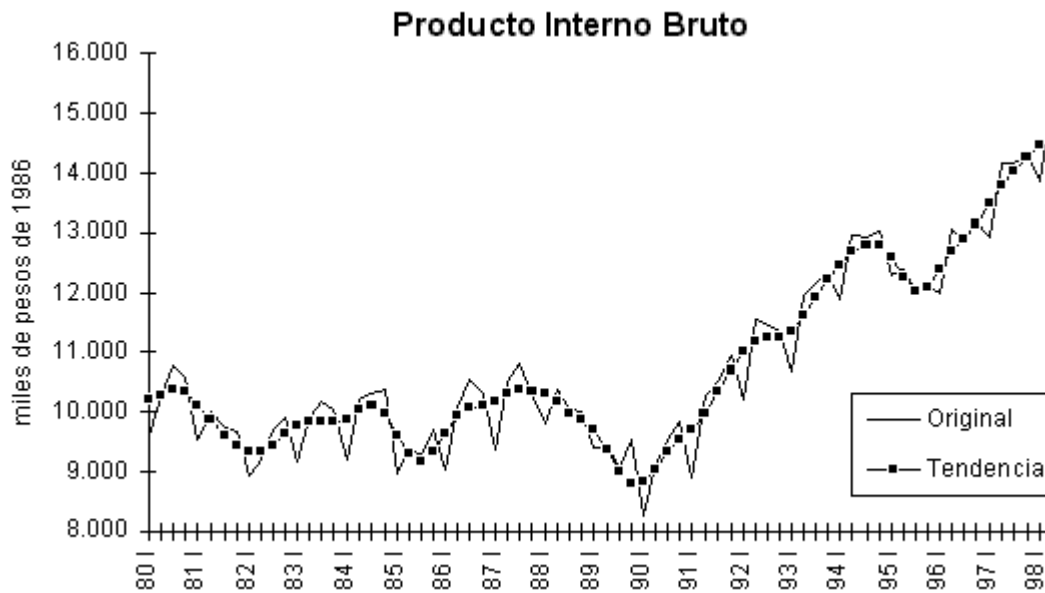
Sin embargo, ciertas secuelas de la crisis internacional se hicieron sentir en el sector real de la economía argentina, al afectar las cotizaciones de los principales commodities de exportación. La caída en los precios de los productos exportables impidió que se refleje en toda su magnitud el gran dinamismo de las ventas al exterior, cuya tasa de crecimiento en el segundo trimestre fue del 16% en términos reales, pero de solo 6% en dólares. También cabe destacar la desaceleración de la actividad económica en el Brasil, nuestro principal socio comercial.

En los meses posteriores al segundo trimestre se produjo una agudización de la crisis financiera externa, a partir de la decisión del gobierno de Rusia de reestructurar unilateralmente los vencimientos de sus compromisos con el exterior, la cual dio lugar a mayores preocupaciones respecto de las perspectivas económicas del resto de los países emergentes, incluida la Argentina. El incremento del riesgo asociado a los activos financieros emitidos en estos países dio lugar a un proceso de ventas masivas y a un abrupto corte del acceso al crédito para estas economías. Esto se ha reflejado en el desaceleramiento del crecimiento de los depósitos, como consecuencia de lo cual la estructura de las tasas de interés ha comenzado a subir.

La crisis de los mercados demostró las bondades de la política de adelantar financiamiento, al evitar colocar títulos en los momentos de mayor volatilidad de los mercados. En agosto las necesidades de financiamiento para lo que quedaba del año 1998 eran escasas y el gobierno pudo evitar convalidar las altas tasas que hubieran demandado los mercados internacionales. Teniendo en cuenta la posibilidad de que la crisis de los mercados pueda perdurar, el gobierno nacional está completando las negociaciones para obtener el financiamiento necesario que haga posible no solo cumplimentar las necesidades para 1998, sino también adelantar el financiamiento requerido para 1999. El crédito provendrá fundamentalmente de organismos financieros multilaterales.

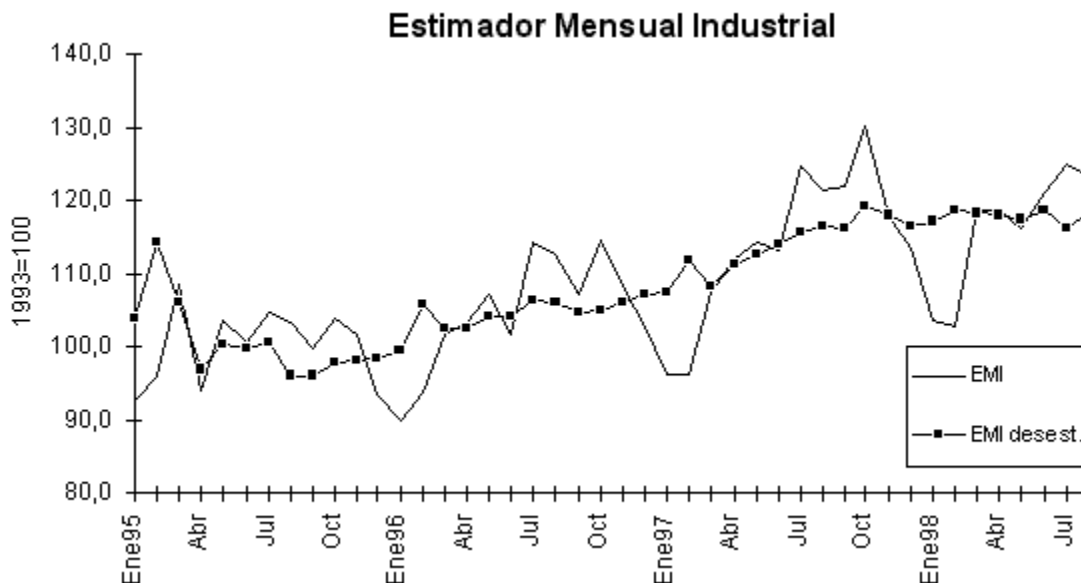
Nivel de actividad

La estimación provisoria de las cuentas nacionales para el segundo trimestre de 1998 muestra una expansión de la oferta y demanda globales del 8,1% con relación a igual período de 1997. El incremento de la oferta trimestral se origina en aumentos del PIB, 6,9%, y de las importaciones, 13,9%. Por el lado de la demanda agregada se notaron avances del 5,5% en el consumo, del 12,6% en la inversión bruta fija, y del 15,7% en las exportaciones.



Analizando con más detalle el comportamiento del PIB, puede apreciarse que los sectores productores de bienes tuvieron un aumento del 8,0% interanual, impulsado principalmente por los incrementos verificados en el sector agropecuario (18,8%), mientras que por su parte la industria manufacturera creció 5,6%. A su vez, los sectores productores de servicios también experimentaron un crecimiento importante, aunque inferior al de los productores de bienes (6,7%).

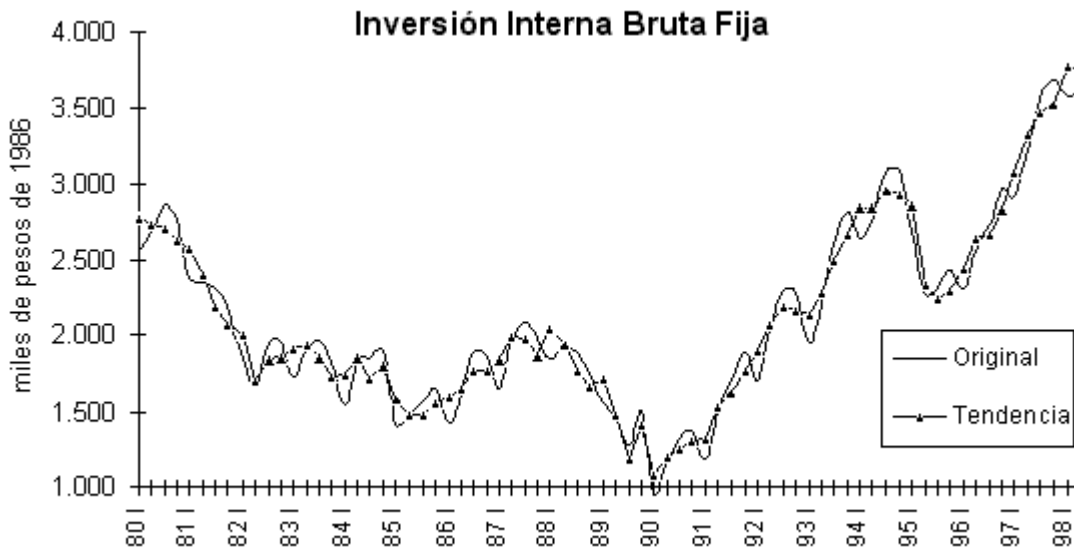
Por su parte el Estimador Mensual Industrial (EMI) indica para los meses de julio y agosto aumentos del 0,1% y del 1,7%, respectivamente, con los cuales se cumplen veintinueve meses de suba interanual ininterrumpida. En términos desestacionalizados el alza de agosto con respecto al mes anterior alcanzó a 1,5%, y el crecimiento en los primeros ocho meses del año fue del 4,9% con respecto a igual período de 1997. A pesar de que la producción industrial sigue mostrando aumentos, estas cifras marcan una desaceleración respecto de los fuertes incrementos de meses anteriores.



Inversión

En el segundo trimestre de 1998 la estimación provisoria de la Inversión Interna Bruta Fija (IIBF), medida a precios de 1986, indicó un crecimiento de 12,6% con respecto al mismo período del año anterior, conformándose en el noveno trimestre de

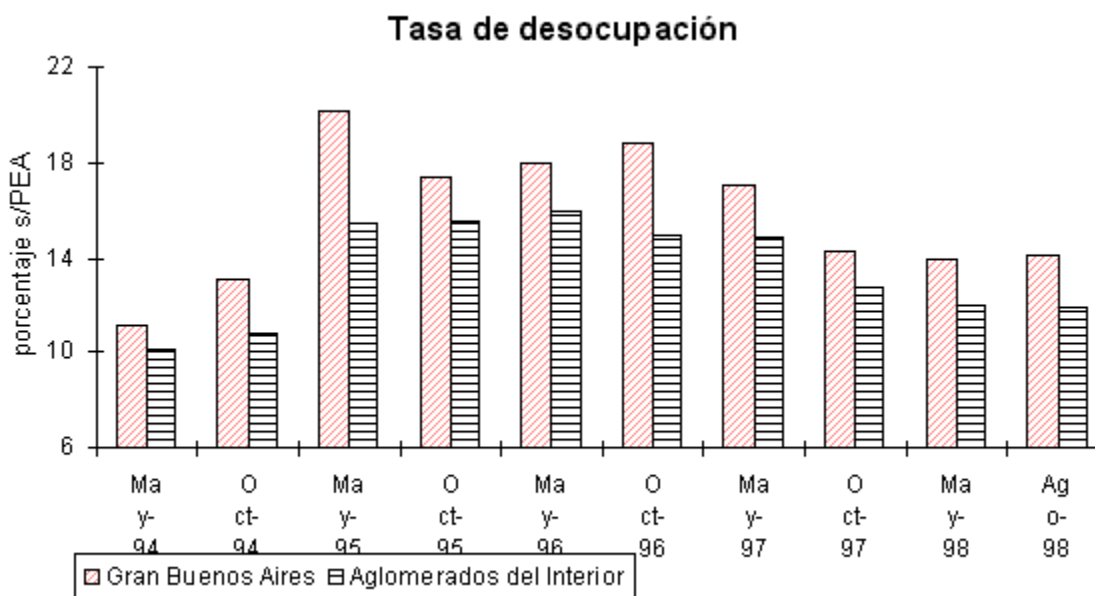
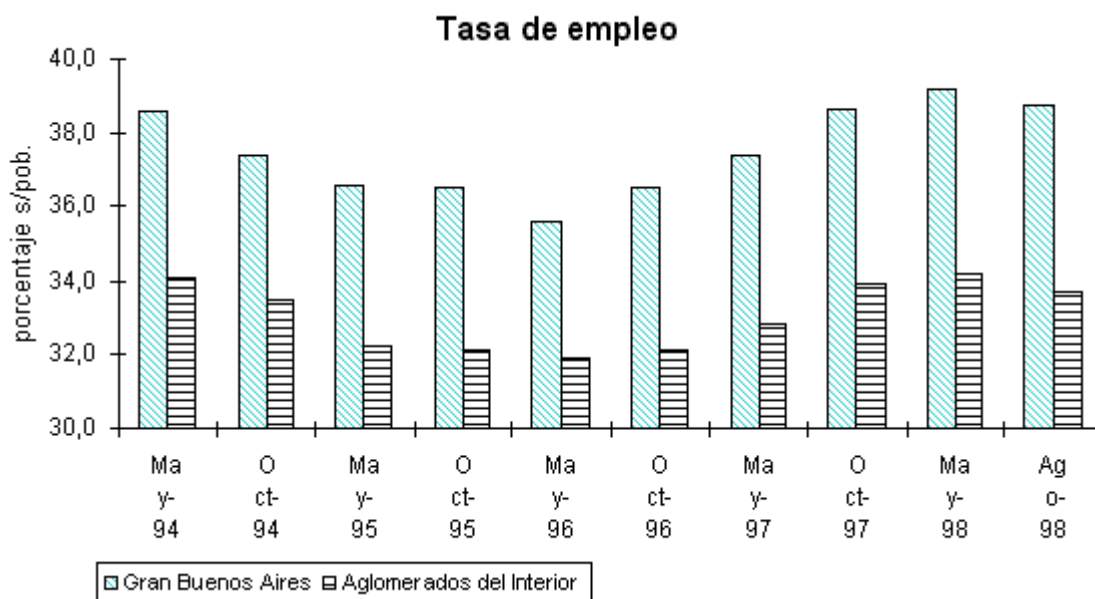
suba interanual consecutiva. El incremento se debió a la expansión de sus dos principales componentes: la construcción, que creció pero a un ritmo bastante menor que en los períodos anteriores (5,4%), y maquinaria y equipo, que aún desacelerándose continúa registrando un crecimiento interanual considerable (19,1%). Este incremento fue producto básicamente del comportamiento expansivo de la inversión en bienes de capital importados (21,8%). En términos desestacionalizados, la IIBF tuvo una baja de 1,6% respecto de los valores del primer trimestre de 1998.



Mercado de trabajo

En el año 1998 se realiza por primera vez un relevamiento adicional de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH). De esta manera, a los habituales muestreos de mayo y octubre se añadió el realizado en el mes de agosto, el que muestra una tasa de desocupación del 13,2% en el conjunto de 28 aglomerados urbanos encuestados, similar nivel al que se manifestó en mayo del mismo año. La estacionalidad de los niveles de empleo y la ausencia de datos para años anteriores no permiten evaluar con el rigor suficiente el comportamiento interanual de los primeros resultados obtenidos para un mes de agosto.

De acuerdo con las cifras del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJP), en el segundo trimestre de 1998 se ha registrado un aumento del 7,2% en los puestos de trabajo declarados y una variación también positiva (1,4%) en la remuneración promedio en el sector privado no agrícola, en ambos casos respecto de igual período de 1997.



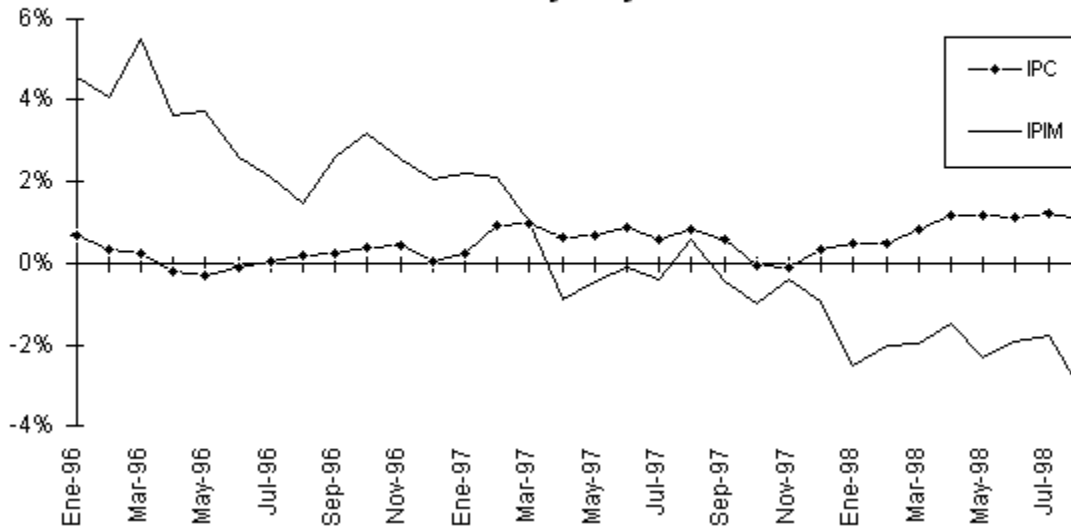
Precios

La estabilidad de precios de la economía argentina continúa manteniéndose. En el segundo trimestre de 1998 el índice de precios al consumidor (IPC) se incrementó sólo en un 0,1%, debido principalmente a alza del capítulo de Alimentos. Por el contrario, los precios mayoristas descendieron, inducidos por la baja del petróleo, los cereales y los productos importados. Tanto el índice de precios internos al por mayor (IPIM) como el índice de precios básicos al por mayor (IPIB) cayeron un 0,1%, mientras que el índice de precios del productor (IPP) cayó 0,3%. Por su parte, el índice del costo de la construcción (ICC) también descendió un 0,3%.

Durante el bimestre julio-agosto de 1998 la evolución de los precios fue similar a la del segundo trimestre. El IPC subió levemente, 0,3%, mientras que en el sistema de precios mayoristas el IPIM cayó 1%, el IPIB bajó 0,2% y el IPP lo hizo en un 0,4%. Analizando la inflación anualizada hasta agosto de 1998, se observa un aumento del IPC de 1,1% y se perciben fuertes descensos en los precios mayoristas: -3,1% el IPIM, -2,4% el IPIB y -2,8% el IPP. Así, los precios combinados bajaron 1% en los últimos doce meses. Finalmente, también el costo de la construcción acumuló una baja del 1,2% anual.

La brecha entre el comportamiento de los precios al consumidor, que crecen levemente, y los mayoristas, que caen, es producto de la tendencia deflacionaria de los precios internacionales de las principales materias primas, que afectan en forma más significativa a los precios mayoristas. Como consecuencia de ello también los términos del intercambio se deterioraron: en la primera mitad del año 1998 se observó una reducción de precios de las exportaciones argentinas (9%) que es superior a la caída verificada para las importaciones (4%).

Tasas de variación interanual de los índices de precios minoristas y mayoristas



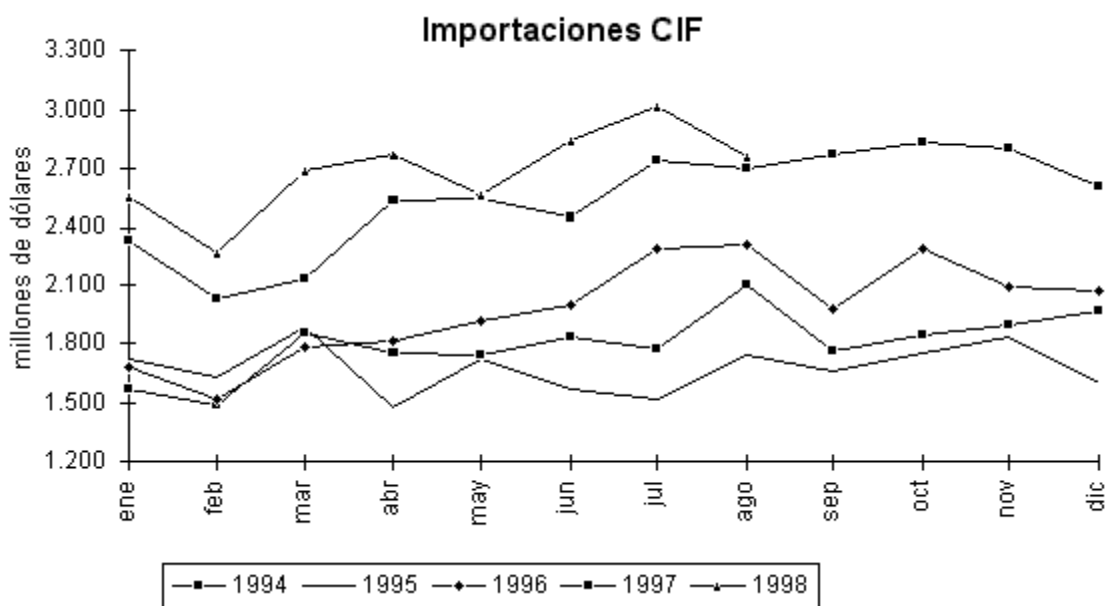
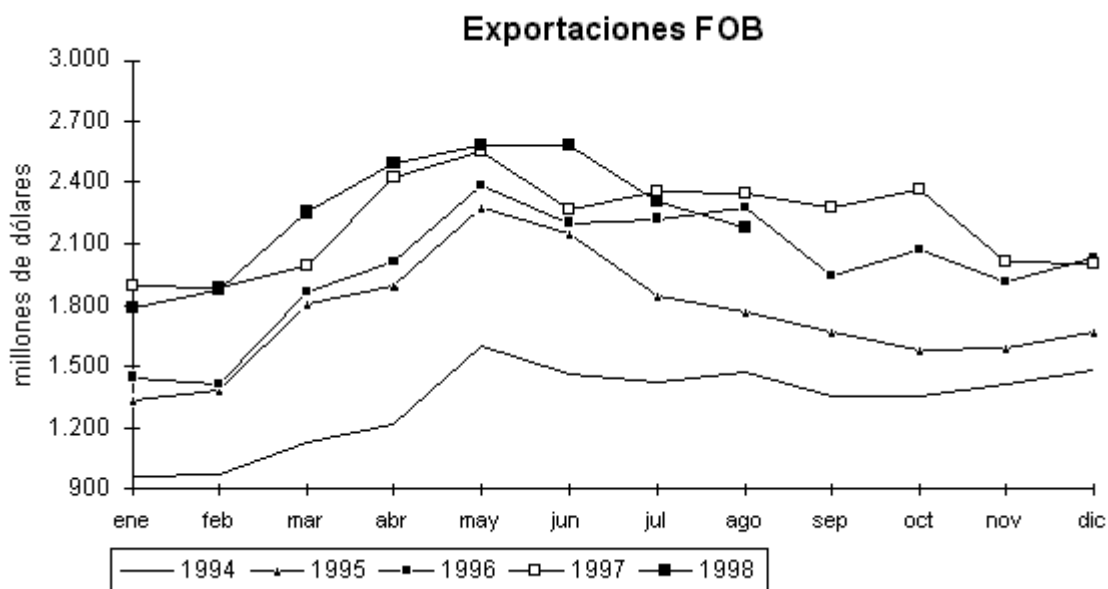
Sector externo

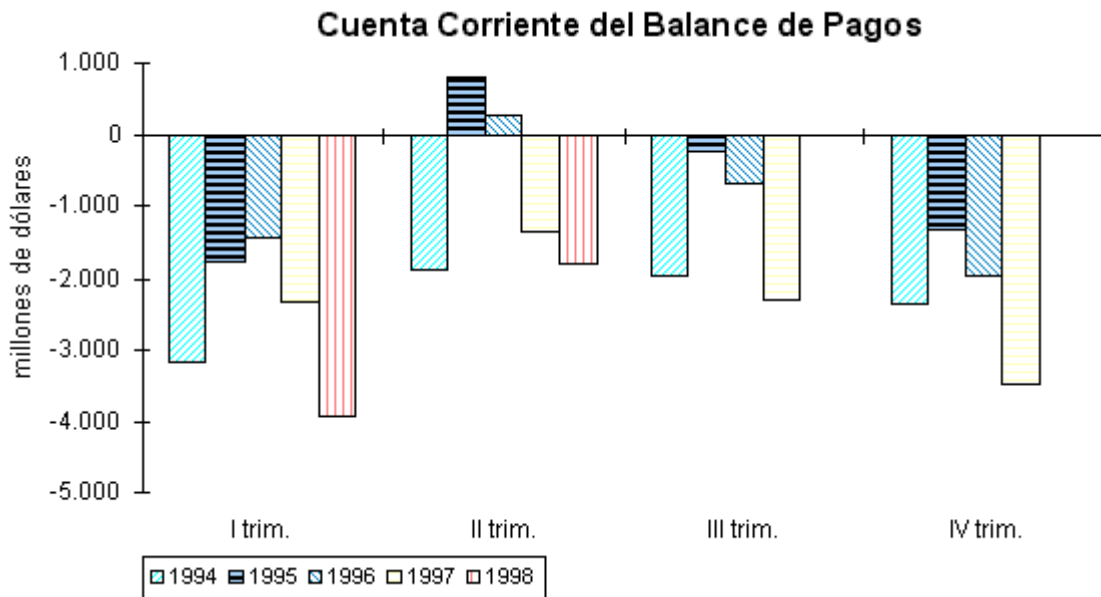
En el segundo trimestre de 1998 la cuenta corriente del balance de pagos arrojó un déficit de U\$S 1.789 millones, superando en U\$S 458 millones al de igual período de 1997. Si se consideran los primeros seis meses, el déficit en cuenta corriente pasó de U\$S 3.649 millones en 1997 a U\$S 5.717 millones en 1998. Un 53% de tal incremento se debió a la cuenta mercancías y un 39% a la de renta de la inversión.

Entre abril y junio de 1998 la cuenta mercancías resultó deficitaria en U\$S 72 millones, habiendo registrado en igual período de 1997 un superávit de U\$S 158 millones. Las exportaciones crecieron 6,1% como resultado del aumento de los volúmenes exportados (16%), lo cual permitió más que compensar la caída de los precios de exportación (-9%). Por su parte, las importaciones aumentaron 9,5% (con un importante crecimiento de las compras de bienes de capital), producto del aumento de alrededor de 14% en los volúmenes físicos y de una caída de precios estimada en 4%.

El déficit de la cuenta corriente y el aumento de U\$S 1.428 millones en las reservas internacionales del BCRA fue financiado con un ingreso neto de la cuenta financiera de U\$S 3.217 millones. Un 75,6% de dicho ingreso fue originado por las operaciones del sector público y un 32% por el sector privado no financiero, en tanto que el sistema financiero (excluido el Banco Central) tuvo un egreso neto de U\$S 254 millones.

El flujo de inversión extranjera directa mantuvo el dinamismo que venía presentando a pesar del impacto de la crisis asiática sobre los mercados financieros. Para los primeros seis meses se estimó que la inversión extranjera directa fue de U\$S 2.495 millones, monto similar al del primer semestre de 1997.





Finanzas Públicas

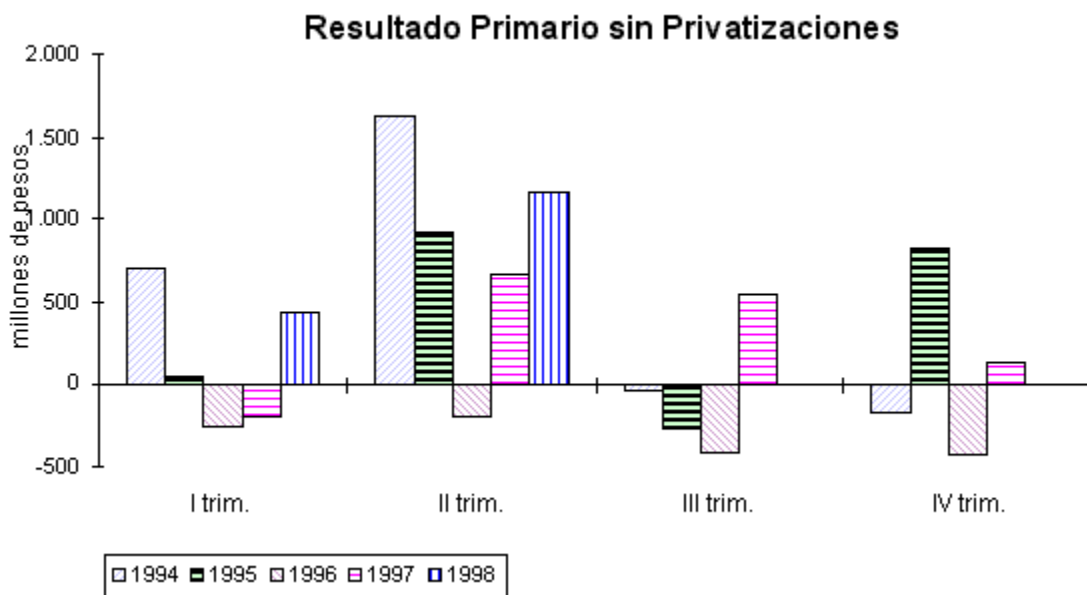
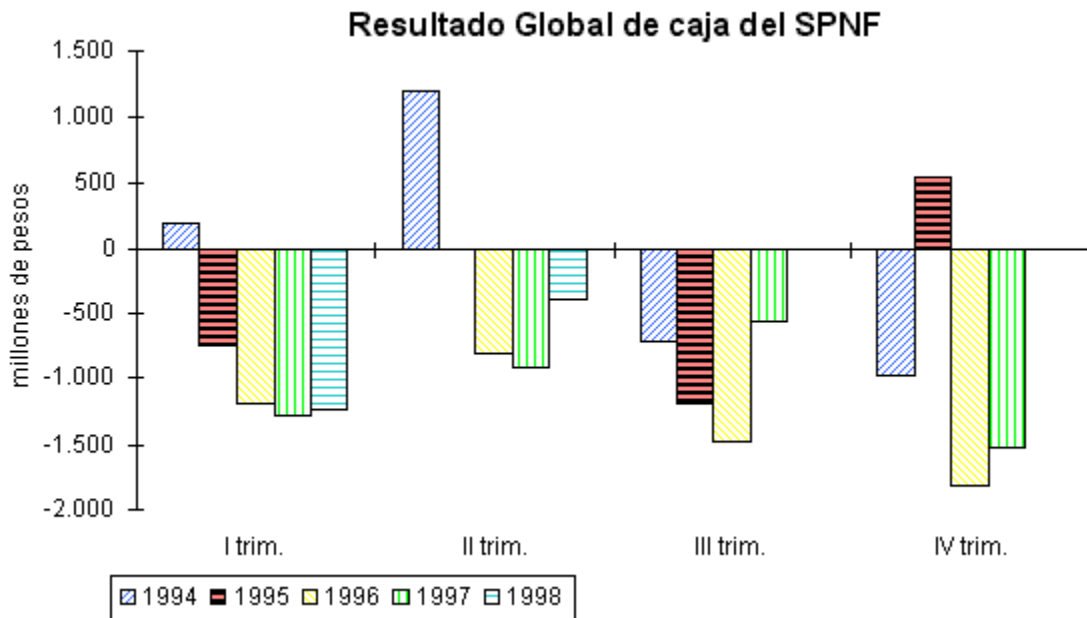
El resultado global -base caja- del Sector Público Nacional No Financiero durante el segundo trimestre de 1998 fue deficitario en \$ 381,9 millones, y resultó así inferior en \$ 541,7 millones al de similar período de 1997. El pago de intereses durante el trimestre ascendió a \$ 1.549,7 millones, de modo que se registró un superávit primario sin privatizaciones de \$ 1.158,6 millones que superó al de \$ 672,5 millones registrado en igual período de 1997. De esta manera se registró un sobrecumplimiento de \$ 204,6 millones con respecto a la meta de déficit fiscal para el primer semestre de 1998 pactada en el Acuerdo de Facilidades Extendidas con el Fondo Monetario Internacional.

Los ingresos corrientes crecieron \$ 641 millones con respecto al segundo trimestre de 1997. Tal aumento resultó, fundamentalmente, del incremento de 7,4% en la recaudación tributaria, la cual está explicada por el adelantamiento de los anticipos del impuesto a las ganancias y bienes personales y por el incremento del nivel de actividad y de las importaciones. Por otra parte, se registró un aumento de \$ 254,8 millones en los gastos corrientes producto, principalmente, de las mayores transferencias a provincias, las cuales acompañan la evolución de la recaudación.

El 11 de septiembre del corriente año el Poder Ejecutivo Nacional elevó en tiempo al Congreso de la Nación el Proyecto de Ley de Presupuesto de la Administración Nacional, en esta oportunidad para el ejercicio 1999. Las políticas presupuestarias tienen como premisa fundamental la reducción del déficit fiscal y el cumplimiento de los compromisos contraídos por la Nación. Para ello, se procura obtener una mayor eficiencia en la asignación de los recursos y garantizar el financiamiento de los gastos destinados a salud, educación, seguridad y asistencia social y trabajo.

El resultado financiero de la Administración Nacional proyectado para 1999 es negativo en \$ 3.596,8 millones (1% del PIB) como resultado de gastos por \$ 49.299,4 millones e ingresos por \$ 45.702,6 millones. Estos valores incluyen el déficit de las ex-cajas provinciales de jubilaciones transferidas a la Nación, que alcanza a \$ 1.211,3 millones y representa alrededor del 34% del resultado negativo de la Administración Nacional. Excluyendo los intereses de la deuda pública, se presupuesta un superávit primario de \$ 4.047,5 millones.

Se ha proyectado un aumento de los recursos de la Administración Nacional de 3,4% (\$ 1.515,1 millones) como consecuencia de un mayor nivel de actividad económica, de las mejoras introducidas y a implementarse en la administración tributaria y por la reforma impositiva enviada al Congreso de la Nación. Por su parte, el total de los gastos previstos para la Administración Nacional en 1999 es equivalente al 13,7% del PIB, porcentaje inferior al 14,3% correspondiente a 1998. El gasto primario, es decir el que excluye los intereses de la deuda, se prevé en \$ 41.655 millones, disminuyendo en términos del PIB desde el 12,3% de 1998 al 11,5% de 1999, lo que revela un significativo esfuerzo del Gobierno Nacional por mantener constante el total del gasto "controlable".



Mercado de capitales

Durante buena parte de agosto y septiembre los mercados de capitales internacionales estuvieron gobernados por los temores derivados de las medidas tomadas por el gobierno ruso, tales como devaluar la moneda y reprogramar unilateralmente la deuda pública.

La situación de Rusia agregó un nuevo elemento al difícil contexto en que se desenvuelven los mercados internacionales desde que Tailandia devaluó su moneda en julio de 1997, al intensificar el proceso de "fuga hacia la calidad", es decir la búsqueda de activos financieros de menor riesgo. Los mercados de capitales de América Latina no quedaron al margen de este proceso. La pérdida de reservas en Brasil, la devaluación de las monedas en algunos países y la caída en la mayoría de los precios de productos de exportación fueron algunos de los elementos adicionales que incidieron en la desvalorización de los activos financieros regionales.

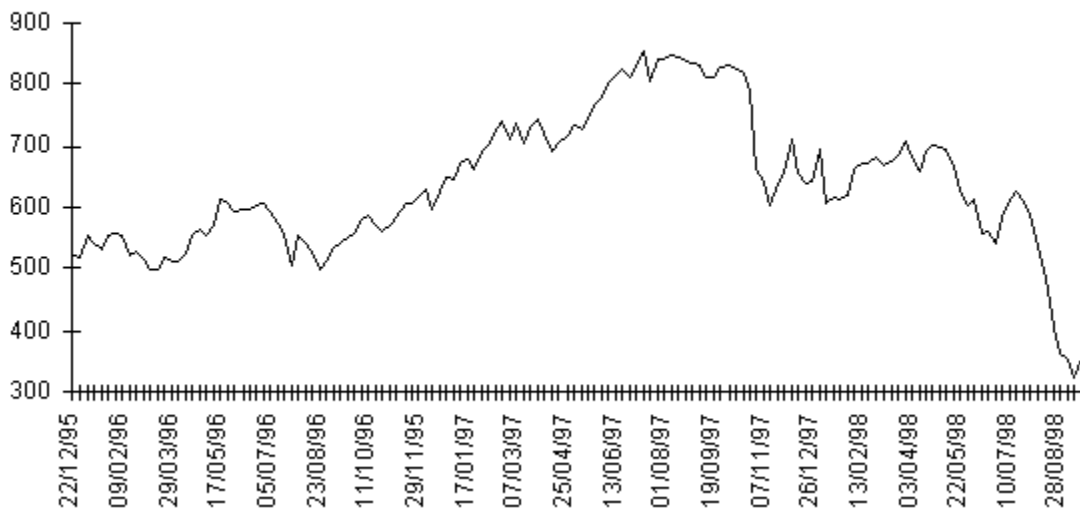
A fines de septiembre el índice Merval de acciones alcanzó un valor de 380 puntos, lo que implica una caída del 35%

respecto de julio y una del 45% respecto de los niveles de fin de 1997. Otros índices accionarios también tuvieron retrocesos importantes, aunque de una magnitud algo inferior. El índice BURCAP registró una disminución del 28,1% en el año, mientras que el índice GENERAL, que abarca a un espectro más amplio de empresas, cayó 29,2%.

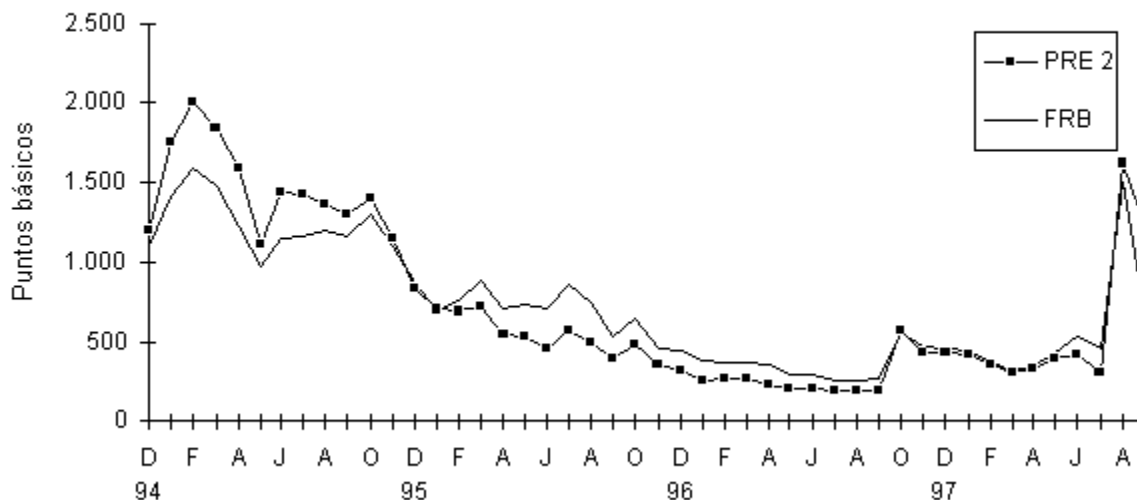
La crisis de los mercados de capitales impactó en forma importante en la cotización de los títulos públicos argentinos. Durante 1998 y hasta los primeros días de agosto los precios de dichos títulos se habían mantenido relativamente firmes, pero la reprogramación compulsiva de los títulos de deuda rusa provocó la reacción de los inversores internacionales, quienes comenzaron a desarmar sus posiciones de títulos de países emergentes. En este contexto los bonos soberanos de América Latina, entre ellos los de Argentina, fueron severamente afectados. Esto se reflejó en el riesgo soberano, que tuvo fuertes aumentos, en especial en los bonos previsionales.

Más recientemente se observó una parcial reversión de este panorama. Los anuncios sobre una eventual ayuda financiera a la región latinoamericana y las medidas que fueron tomando esos países permitieron una recuperación de sus activos, la que solo compensó en parte las fuertes caídas observadas. En este contexto, la Argentina se está diferenciando al verificarse que los spreads de sus bonos soberanos han disminuido más que el promedio de los países emergentes.

**Indice Merval
(cierres semanales)**



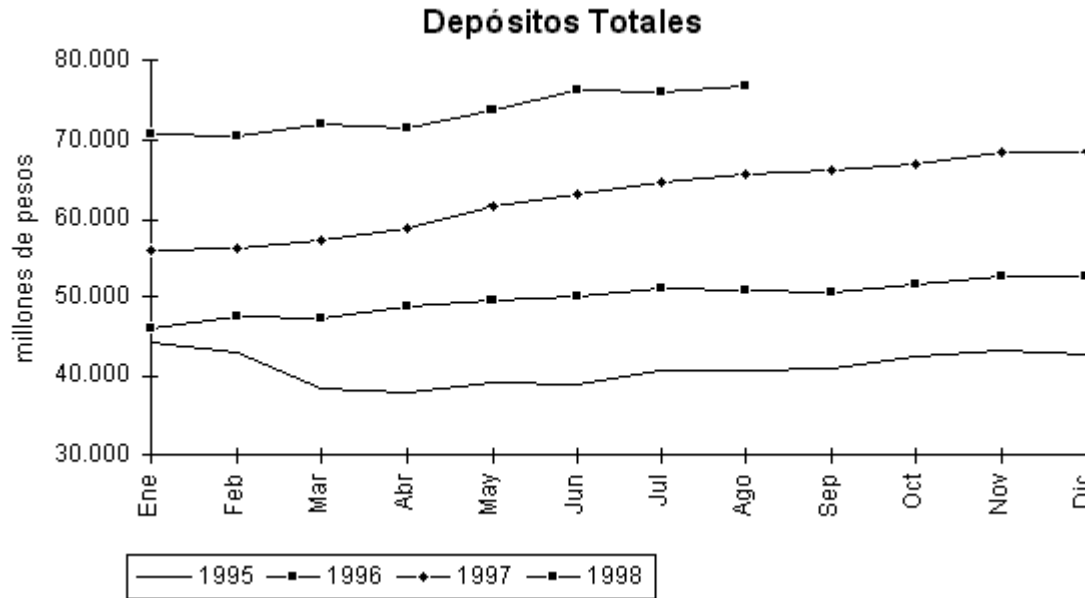
Evolución del Riesgo Soberano



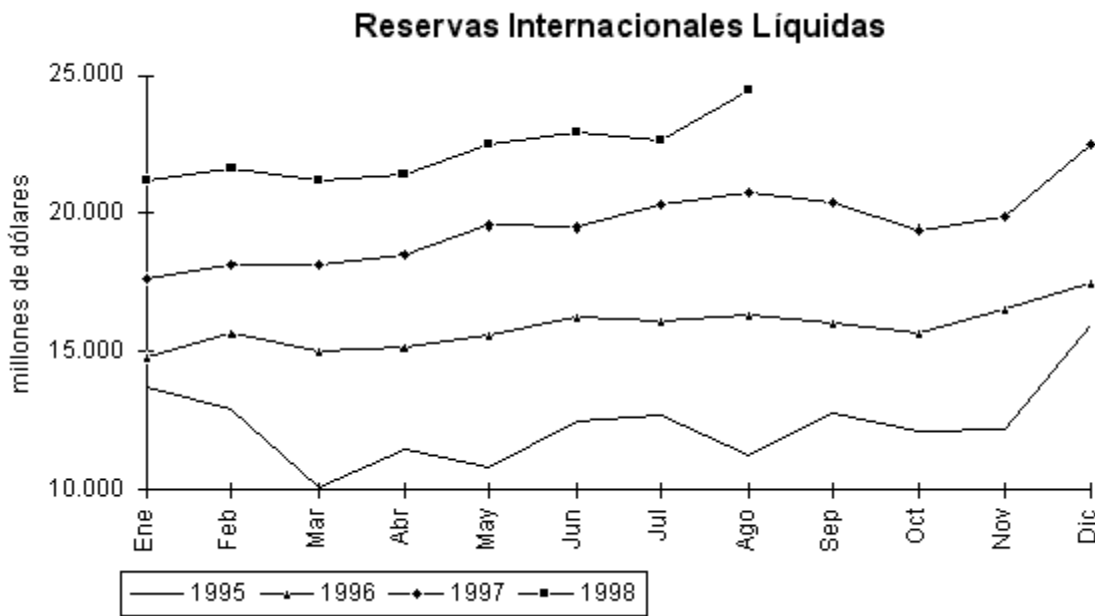
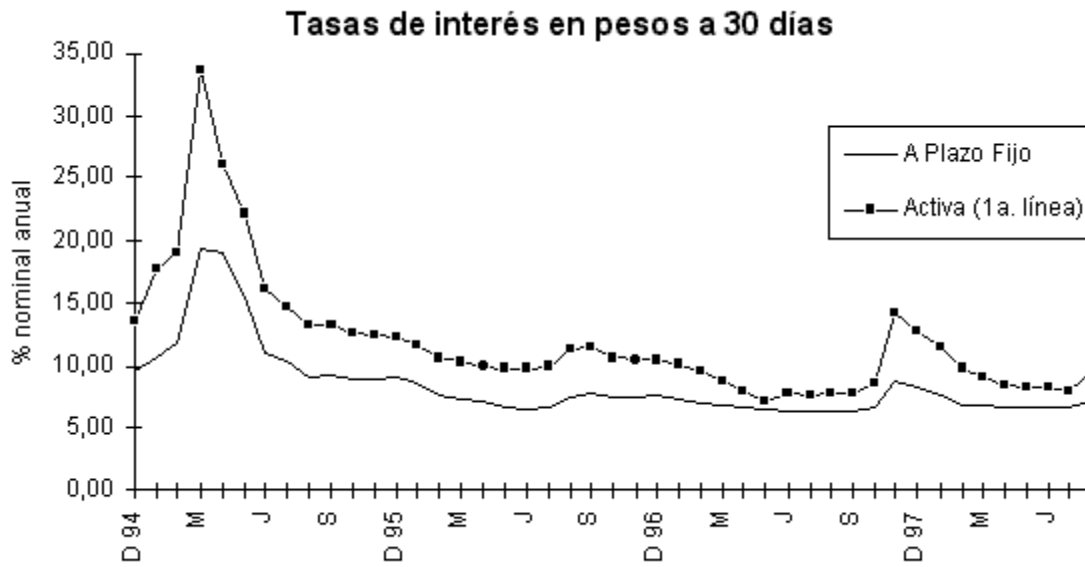
Dinero y bancos

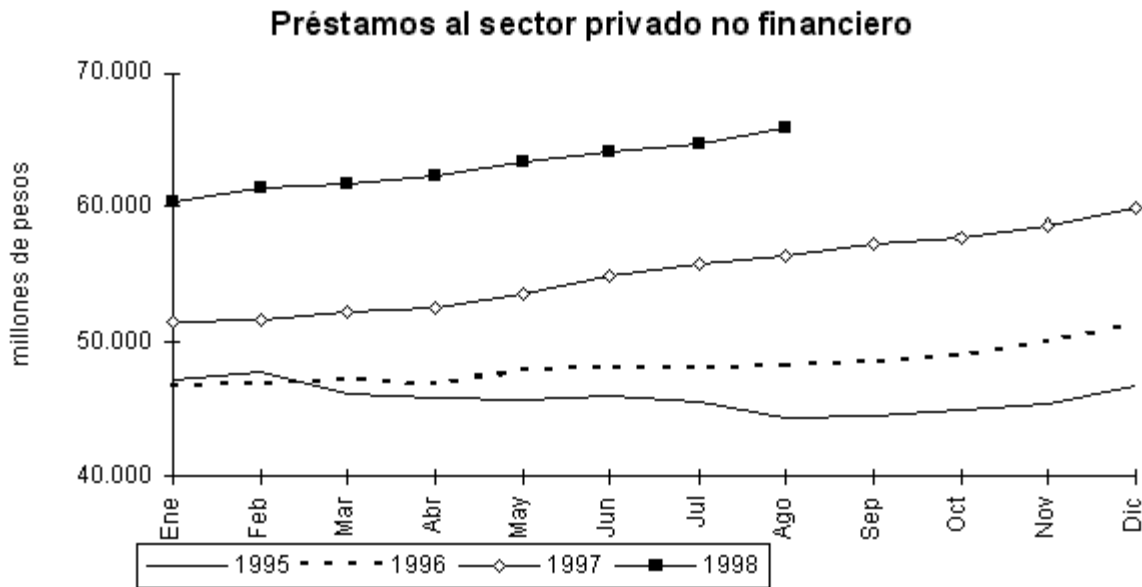
Durante el primer semestre de 1998 los agregados monetarios mantuvieron un comportamiento positivo. Sin embargo desde principios de agosto y como consecuencia de la mayor incertidumbre sobre la evolución de los mercados internacionales, las tasas de crecimiento de dichos agregados mostraron cierta desaceleración, y las tasas de interés mostraron un aumento importante.

A fines de agosto, en plena crisis rusa, los depósitos totalizaron \$ 76.967 millones, lo que representó un avance de 0,9% respecto de junio de 1998 y acumularon un crecimiento de 12,4% en los primeros ocho meses del año. Por su parte, los préstamos totales otorgados por las entidades financieras a fines de agosto ascendieron a \$ 73.756 millones, 2,3% más que en junio y 10,2 % por encima de los niveles de fines de 1997.



Las reservas internacionales del BCRA sumaron en agosto \$ 25.945 millones, 8,9% superiores al nivel de diciembre de 1998. La relación Reservas líquidas/Pasivos Financieros se mantuvo en todo momento por encima del 100%. Las reservas totales del sistema financiero mostraron un avance menor (4,5% en los primeros ocho meses de 1998).





En resumen, durante el primer semestre de 1998 la economía se ubicó entre las de mayor crecimiento del PIB y del empleo en el mundo, como también entre las de menor tasa de inflación. Durante el segundo trimestre las exportaciones reales crecieron más que las importaciones y que la inversión, transformándose en el principal motor de crecimiento.

Más recientemente varios focos de incertidumbre internacional han empeorado el acceso a los mercados financieros internacionales. Sin embargo, debido al profundo proceso de reformas implementadas exitosamente, la Argentina mantiene un fluido acceso al crédito multilateral que será usado mientras persista la actual situación. De esta manera se liberan fondos para que el sistema financiero local siga financiando al sector privado, mientras los spreads de los bonos soberanos disminuyen más que el de muchos otros países emergentes. Este es uno de los mejores indicadores que sustentan la tesis de que nuestro país está siendo diferenciado por los mercados financieros internacionales.

Indicadores Macroeconómicos Seleccionados

- [I.Trimestrales y Anuales](#)
- [II.Mensuales](#)



Nivel de Actividad

I.- Estimaciones provisionarias del PIB para el segundo trimestre de 1998.

La estimación provisionaria del PIB en el segundo trimestre de 1998 muestra un crecimiento del 6,9% con relación al mismo período del año anterior ([Cuadro 1.1](#) y [gráfico 1.1](#)). En términos desestacionalizados, el PIB creció 1,7% con respecto al primer trimestre de 1998.

En particular, los sectores productores de bienes tuvieron durante el segundo trimestre de 1998 un aumento interanual del 8,0%, impulsado por un incremento muy significativo en el sector agropecuario (18,8%). Por su parte, la industria manufacturera registró una variación del 5,6%, según el Estimador Mensual Industrial del INDEC, y la construcción tuvo un avance del 5,8%.

Los sectores productores de servicios tuvieron un comportamiento expansivo, creciendo en el segundo trimestre de 1998 a una tasa de 6,7% interanual.

II.- Estimaciones de la Oferta y Demanda Globales del segundo trimestre de 1998.

La evolución macroeconómica durante el segundo trimestre de 1998, de acuerdo con estimaciones preliminares, muestra que la oferta y demanda globales a precios de 1986 tuvieron una expansión del 8,1% respecto del mismo período del año anterior ([Cuadro 1.2](#)). Desde la oferta, este resultado se basa en el ya comentado crecimiento del 6,9% del PIB y en una suba del 13,9% en las importaciones de bienes y servicios reales. Desde el punto de vista de la demanda global se destaca el crecimiento del 12,6% en la inversión interna bruta fija y la expansión del 15,7% en las exportaciones de bienes y servicios reales. La variación del consumo, que incluye la acumulación de inventarios, fue del 5,5% interanual.

Al comparar estos valores, se observa que continúa aumentando la participación de la inversión interna bruta fija y de las exportaciones con relación al PIB.

III.- Estimaciones revisadas del PIB sectorial para el primer trimestre de 1998.

La revisión de la estimación preliminar del PIB para el primer trimestre de 1998 dio por resultado un incremento del 7,2% con respecto al año anterior, cifra ligeramente superior a la publicada anteriormente. El valor agregado de los sectores productores de bienes aumentó el 8,8%, en tanto que el de los sectores productores de servicios creció un 6,0%.

El sector Agricultura, caza, silvicultura y pesca presentó un crecimiento del 7,5%, fuertemente influido por el dinamismo del sector Agrícola (crece un 11,8%) y atenuado por el de -sempeño del sector Pecuario (0,4%) y la disminución de la Pesca (-7,1%).

([cuadro 1.3](#)) El crecimiento del sector Agrícola fue determinado por los aumentos del 39% en la rama Cereales, del 28% en la de Oleaginosas y del 7,8% en la de Hortalizas y Legumbres. La producción de granos, que ha venido registrando sucesivas cosechas récord, constituye el principal sustento del dinamismo del sector en este primer trimestre, siendo los productos de mayor incidencia el trigo, el maíz y el girasol.

Por su parte, la rama Cultivos Industriales experimentó una declinación del 10,6% debido a la disminución de las producciones de uva para vinificar y algodón. También las Frutas observaron una baja del 1,6%, mientras que las Flores tuvieron un alza del 4,4%.

En el sector Pecuario, la producción de ganado observó una reducción del 1,8%, debido a las disminuciones estimadas en Ganado Vacuno (-2,1%), Ganado Ovino (-2%), Ganado Equino (-2,4%) y Ganado Caprino (-2,2%); el Ganado Porcino, en cambio, tuvo un alza del 2,8%. Por su parte el sector Leche creció 1% mientras que el nivel de actividad de Granja lo hizo en un 5% y el sector Lana anotó una caída del 8,7%.

La actividad pesquera sufrió una reducción del 7,1%, afectada por diversas contingencias que atraviesan las empresas del sector, particularmente las restricciones que debieron aplicarse a la actividad de los buques motivado por la superación de los niveles máximos permisibles de capturas, en especial de merluza Hubbsi.

[\(cuadro 1.4\)](#) El sector Explotación de minas y canteras continuó comportándose en forma expansiva, registrando un crecimiento interanual del 3,6%. La producción trimestral fue de 12 millones de m3 de petróleo y de 8.133 millones de m3 de gas.

Las industrias manufactureras registraron en su conjunto un crecimiento del 7,3% de acuerdo con los datos de cámaras empresariales, de diversos organismos y de la Encuesta Industrial del INDEC, utilizados para la elaboración de dicha estimación. Los sectores que tuvieron los mayores incrementos son el metalúrgico (23,1%), el metalmecánico (16,1%), el de minerales no metálicos (10,1%) y el químico (8,9%). Los sectores alimentos, bebidas y tabaco y textil registraron comportamientos negativos del 1,3% y del 2,8% respectivamente, mientras que el papelerero tuvo un crecimiento del 3,3%.

El sector Electricidad, gas y agua tuvo un crecimiento del 7,6%. La demanda neta del mercado eléctrico mayorista experimentó un aumento del 4,8%, mientras que el gas natural entregado observó una disminución del 9,4%. La generación térmica y nuclear mostraron bajas del 30,8% y del 1,5%, mientras que la generación hidráulica tuvo un incremento del 53,8%. El trimestre se caracterizó por aportes hidráulicos muy altos de los embalses de Salto Grande y de Yacyretá. La alta hidráulidad trajo como consecuencia que se genere menos energía térmica que la media prevista, con lo cual la disponibilidad del parque térmico fue superior a la esperada estacionalmente.

El sector Construcciones tuvo un importante incremento del 19,4%. Casi todos los insumos del sector tuvieron comportamientos fuertemente expansivos, destacándose las ventas al mercado interno de cemento (20,9%) y la producción de pinturas (35,3%). La superficie cubierta autorizada para nuevas construcciones, según la muestra del INDEC, tuvo un crecimiento del 68,9%.

El sector Comercio, restaurantes y hoteles mostró un incremento del 6,3%, con una suba para el comercio mayorista y minorista de un 6,5%, siendo los rubros más dinámicos el comercio de exportación agrícola, la comercialización de bienes de origen importado y las ventas de bienes de consumo durable de origen nacional.

El sector Transporte, almacenamiento y comunicaciones presentó un aumento del 7,9%. El sector transporte y almacenamiento registró un crecimiento del 5,1%, liderado por el aumento de la carga transportada. Por su parte el sector comunicaciones mostró un incremento del 11,9%.

El sector Establecimientos financieros, seguros, bienes inmuebles y servicios prestados a las empresas creció un 8,3%. Los sectores más dinámicos fueron los servicios financieros, los seguros y la actividad inmobiliaria.

El sector Servicios comunales, sociales y personales experimentó un alza del 2,8%. Los servicios personales crecieron un 2,5%, los de saneamiento subieron un 12,3% y los comunales y sociales un 2,6%.

IV. Indicadores de la actividad agropecuaria y la pesca

La **campaña agrícola 1998/99** se ha iniciado con señales de mercado desalentadoras para los productores, dada la fuerte baja ocurrida en los precios de la mayoría de los principales productos agrícolas de exportación de la Argentina. En el caso de los cereales y oleaginosos, la denominada "cosecha fina", constituida tanto por los cereales de invierno (trigo, avena, cebada, centeno, alpiste), como por el lino oleaginoso, habrá de sufrir una marcada reducción del área sembrada. En efecto, prácticamente cuando la siembra está concluyendo, las estimaciones de la Secretaría de Agricultura, Ganadería, Pesca y Alimentación, señalan que las coberturas con trigo serán un 17,8% inferiores a las de la campaña 1997/98, mientras que las de cebada cervecera, avena y lino sufrirían reducciones del 33,7%, 0,5% y 9,8%, respectivamente. Se registrarían aumentos en el área cubierta con alpiste, centeno y cebada forrajera, del 7,2%, 6% y 4,4%, respectivamente.

[\(cuadro 1.5\)](#) En el caso particular de la cebada cervecera, la reducción de las siembras se vincula con los elevados stocks de arrastre del ciclo anterior, cuando se alcanzó la producción récord de 921.000 toneladas,

casi 73% más alta que la del período 1996/97.

En conjunto, la superficie sembrada con cultivos de cosecha fina resultaría un 13,6% inferior a la de la campaña pasada. Esto significa una disminución de coberturas de alrededor de 1.160.000 hectáreas, con el consecuente impacto sobre la demanda de insumos y bienes de capital, así como sobre los requerimientos de fuerza laboral. Por cierto, aún en el caso que se alcanzaran en este período los excelentes rendimientos unitarios logrados en el ciclo anterior, la producción de este conjunto de cultivos observará una caída significativa, cercana a los 3 millones de toneladas.

Por su parte, la campaña de cosecha gruesa, que se ha iniciado recientemente, tendría un comportamiento distinto, según los pronósticos de la SAGPyA, excepto en el caso del maíz. En este caso habría aumentos no inferiores al 5% en las siembras de soja, sorgo granífero y arroz, y de entre 12% y 15% en el caso del girasol. En cambio, la superficie sembrada con maíz disminuiría entre el 6% y el 8%. Dado que se presentan problemas climáticos y de estado de los suelos en algunas zonas, aún es prematuro establecer cuál será efectivamente el nivel de coberturas de la cosecha gruesa.

La última estimación de la SAGPyA referida a la producción de cereales y oleaginosas de la **campaña 1997/98**, que prácticamente ha llegado a su fin, señala un incremento de 1.162.000 tn sobre el pronóstico anterior. Según la estimación de septiembre, la cosecha de granos sería de 65.353.000 tn, esto es, 1,8% más alta que la calculada en agosto, y 23,5% superior a la del ciclo 1996/97, reafirmando su condición de récord histórico. La producción de cereales sería de 40.483.000 tn, mientras que la de oleaginosas de 24.870.000 tn, esto es, 12,1% y 47,9% más, respectivamente, que los volúmenes logrados en la campaña 1996/97.

Los cultivos industriales tuvieron un comportamiento negativo en la última campaña como consecuencia de las intensas lluvias causadas por el fenómeno de El Niño. La producción de algodón resultaría un 7,8% inferior, lo cual señala una mejora importante con respecto a la estimación del mes de agosto, que preveía una baja del 14,6%. En tanto, las cosechas de caña de azúcar, tabaco, té, uva para vinificar y yerba mate tendrán reducciones en todos los casos.

Por su parte, las hortalizas y legumbres muestran aumentos de sus cosechas con respecto al período anterior. La producción de ajo crecería el 2,3%, la de cebolla el 11,2%, la de papa el 30,5% y la de poroto seco el 7,8%.

En el **sector Pecuario** se observa que la faena de vacunos fiscalizada por el SENASA disminuyó el 19% en el segundo trimestre, con respecto a igual período del año anterior, circunstancia que tuvo un impacto muy marcado en los precios del ganado en pie. En cambio, los volúmenes de faena de porcinos y de aves que fiscaliza el mencionado organismo mostraron aumentos del 22% y 10,6%, respectivamente, con relación a los de igual período del año anterior. Por su parte, en el segundo trimestre la producción de leche de vaca habría tenido un alza del 1,5% con respecto al mismo período del año pasado.

En la **Pesca** se acentuó la disminución en el volumen de capturas marítimas, continuando la tendencia que viene observándose desde el cuarto trimestre de 1997. La reducción estimada para el segundo trimestre fue del 30,7% con respecto a igual período de año pasado, observándose caídas en la mayoría de las especies, incluyendo calamar, langostino y merluza Hubbsi. Para esta última se han establecido nuevas restricciones a su pesca, circunstancia que habrá de mantener menores niveles de capturas en los próximos meses con respecto a los del año pasado.

V. Indicadores de producción y ventas al mercado interno - II Trimestre 1998

Se presentan en los [cuadros 1.6](#) y [1.7](#) las variaciones de una serie de indicadores de producción y ventas al mercado interno a través de los cuales se puede observar el desempeño de distintos sectores productivos¹. En el sector de minas y canteras aumentaron las extracciones de petróleo crudo (2,3%) y de gas natural (1,5%), manteniéndose el contexto de bajas en los precios internacionales de ambos.

Los sectores que impulsaron el crecimiento de la industria manufacturera durante el segundo trimestre fueron: la industria automotriz (y actividades conexas como es la de neumáticos), los electrodomésticos y algunos alimentos como aceite, azúcar y carne aviar. Continúa creciendo la industria siderúrgica y una gran parte de las ramas químicas. Se contrajeron sectores que ya venían haciéndolo como carne vacuna, hilados, tractores y

ventas de nafta.

En la industria alimenticia se observan comportamientos disímiles. Volvieron a crecer las producciones de aceites (18,3%) y subproductos oleaginosos (27,1%), junto con la carne aviar (10,6%), harina de trigo (4,9%) y las ventas de gaseosas (9,4%) y cerveza (9%). Disminuyeron, en tanto, la faena de carne vacuna (-20,1%), la producción de galletitas y bizcochos (-8,5%), así como las ventas de vino (-5,9%).

En el caso de la industria aceitera el comportamiento positivo se debe a aumentos en la capacidad instalada destinados a satisfacer la creciente demanda externa. La carne de aves continúa favoreciéndose por la situación de su precio relativo con respecto a las demás carnes y por la tendencia creciente de las exportaciones. La producción de carne vacuna se contrajo significativamente debido a la retención de oferta de hacienda.

La producción de leche industrializada y para consumo disminuyó en el primer mes del trimestre (-1,1%), último sobre el cual se dispone de información. Las ventas al mercado interno de azúcar crecieron 2,3% por la colocación de stocks de la campaña anterior, mientras que la producción se retrajo.

Las ventas de cigarrillos se recuperaron (1,2%) luego de cuatro trimestres de caídas consecutivas.

Dentro de los insumos textiles, continúa la contracción verificada en la producción de hilados celulósicos (-9,3%). Las producciones de fibras e hilados sintéticos crecieron (5% y 6,5%, respectivamente), principalmente por las ampliaciones de planta que comenzaron a operar durante los meses de mayo y junio. Este comportamiento se da en el marco de una creciente especialización intra-firma, aunado a la firmeza de las exportaciones dirigidas al Brasil que se ven favorecidas por la fijación en este país de precios de referencia para el ingreso de mercaderías extra-Mercosur.

La producción de pasta de papel creció 4,5% en el trimestre debido a la demanda de diversos productos como papel para diarios y para usos sanitarios.

Dentro del conjunto de productos químicos y derivados del petróleo relevados, los sectores más dinámicos fueron los productores de neumáticos (23,4%), petroquímicos, a excepción del isopropanol, y naftas. La industria de neumáticos acompañó la expansión de la automotriz, que mantiene un alto ritmo de exportaciones al Brasil. Por su parte, casi todos los derivados petroquímicos aumentaron: el polietileno (17,6%), el P.V.C. (10,1%), el caucho sintético (8,4%), el polipropileno (5,7%) y el negro de humo (4,3%). Las mejoras en los niveles productivos estarían dadas por las inversiones en el sector, junto con una mayor demanda de los fabricantes de envases para la industria alimenticia, especialmente de productos lácteos. El volumen de petróleo procesado se mantiene creciendo (7,8%), siendo los principales destinos del incremento, nuevamente, la elaboración de nafta especial sin plomo y asfaltos. Las ventas de asfalto continúan creciendo a un ritmo elevado (44,7% interanual en el segundo trimestre), mientras que la producción total de naftas (1.895,3 miles de m³), lo hizo en un 9,7%. Las ventas domésticas de estas últimas (1.362 miles de m³), en cambio, se redujeron 8,3%, ampliando la brecha entre producción y ventas locales dada la sustitución por el gas oil. Por su parte, la producción de gas oil creció 4,0% y la de fuel oil disminuyó notoriamente (-27,6%), persistiendo en su tendencia declinante. Con respecto a los productos químicos básicos, tuvieron un comportamiento variado. Las producciones de cloro y soda cáustica resultaron levemente superiores a las de igual trimestre de 1997 (1% y 0,7%), mientras que la de ácido sulfúrico disminuyó. La producción de urea se retrajo (-6,6%) luego de 7 trimestres de subas importantes.

Entre los insumos para la construcción es de destacar la desaceleración en los despachos de cemento al mercado interno, que crecieron 8,4% interanual en el segundo trimestre, si bien concentrándose el incremento trimestral en el mes de junio, ya que los dos meses anteriores estuvieron afectados por las inundaciones que se produjeron en vastas zonas del país. De todos modos se siguen alcanzando valores récord para un segundo trimestre, con ventas de 1.630,7 miles de toneladas. De los demás rubros vinculados con la construcción algunos crecieron, como las ventas de asfalto (44,7%) y la producción de hierro redondo (4,2%), mientras otros, tales como pinturas y vidrios, disminuyeron (-4% y -3,1%, respectivamente).

Las industrias metálicas básicas mantienen la expansión de sus niveles productivos en las distintas etapas: hierro primario, acería y laminación. En esta última, sin embargo, se produjo una baja en la producción de los laminados en caliente no planos (-3,5%), dado el mix de producción seguido en el trimestre. El mayor

incremento correspondió a la elaboración de hierro primario (14,8%) que alcanzó a 1.010,6 miles de toneladas, le siguieron los laminados planos (8,6%), laminados en frío (7,0%), acero crudo (5,1%) y tubos sin costura (3,9%). Las producciones de zinc y de aluminio primario también se expandieron (4,5% y 0,6%). Es de notar las expectativas generadas en la industria por las depreciaciones de las monedas de los países asiáticos, que son competidores en estos rubros, especialmente Japón.

(cuadro 1.8) La industria automotriz nacional continuó mostrando un sólido crecimiento de la producción durante el segundo trimestre, si bien con tasas de variación algo inferiores a las que venía mostrando en los últimos trimestres y con una reducción en las ventas al mercado interno. La producción total de automotores alcanzó las 129.957 unidades, experimentando un crecimiento del 14,3% con respecto a la del mismo período de 1997. En el acumulado de los ocho primeros meses del año se produjeron 319.035 unidades, de las cuales se exportaron más del 51%. Dado que las ventas al mercado interno de producción nacional alcanzaron a 154.338 unidades (48,4% de la producción), la variación de inventarios fue una reducida acumulación de 339 unidades. Por otra parte, de las ventas totales al mercado interno (324.875 unidades) más de la mitad (52,5%) correspondió a unidades importadas.

En lo referente al saldo entre las ventas al mercado interno de importados menos las exportaciones, si se considera el número de unidades independientemente del precio, se observa que en los primeros ocho meses de 1998 la Argentina fue «superavitaria» en automóviles (17,7 mil unidades exportadas más que las importadas), «deficitaria» en utilitarios (24 mil unidades netas), y con saldo levemente favorable en transporte de carga y pasajeros (0,1 mil unidades). Con respecto a estos saldos se debe recordar que están calculados en unidades y pueden diferir de la evolución en términos de dólares. A modo de aproximación, si se mide el intercambio en valores, se observa a nivel de dos dígitos del sistema armonizado que incluye autopartes (Capítulo 87: Vehículos automóviles, tractores, ciclos y demás vehículos terrestres, sus partes y accesorios), un déficit comercial de U\$S 1.385,7 millones en el acumulado a julio.

Por su parte, la producción de tractores sigue retrocediendo (9,1% en el segundo trimestre) afectada por las inundaciones y la sustitución por material importado. También la producción y las ventas domésticas de máquinas-herramientas se retrajeron en un porcentaje similar (27,3% y 27,6% interanual, respectivamente).

Entre los principales bienes de consumo durables, se destaca la fabricación de televisores color. El número de aparatos ensamblados alcanzó en el segundo trimestre de 1998 a 511 mil unidades. El incremento con respecto a lo producido en igual período de 1997 (26,8%), se debió principalmente al aumento de la demanda generado por el campeonato mundial de fútbol. La fabricación nacional de videograbadores y videoreproductores (109 mil unidades) se expandió también significativamente (53,5%).

En el caso de los lavarropas y secarropas, las 210.528 unidades producidas implicaron un crecimiento de 7,1%. También se expandieron las producciones de calefactores (30%) y cocinas a gas (19,2%). No ocurrió lo mismo con los teléfonos particulares, que disminuyeron 36,1%.

En el segundo trimestre de 1998 la demanda total de energía eléctrica del país, 17,3 mil Gwh, reflejó un crecimiento del 4,8% respecto de lo demandado en similar período de 1997, mientras que la generación se incrementó 18,7%. En el bimestre julio-agosto resultó más dinámica la demanda (5,5%) que la generación neta (0,4%).

La recolección de residuos en Capital y el conurbano continúa con una trayectoria positiva. Aumentó 12,1% en el segundo trimestre y 11,8% en el bimestre julio-agosto.

VI. Estimador mensual industrial Agosto 1998

El Estimador Mensual Industrial (EMI) indica para el mes de agosto de 1998 un incremento de 1,7% respecto de agosto de 1997 (**Cuadro 1.9**), con lo cual se cumplen veintinueve meses de suba interanual ininterrumpida (**Gráficos 1.2 y 1.3**). En términos desestacionalizados el alza con respecto al mes anterior alcanzó a 1,5%, y el crecimiento en los primeros ocho meses del año fue del 4,9% con respecto a igual período de 1997.

Por su parte la encuesta cualitativa industrial, que mide expectativas de las firmas para el mes de septiembre, muestra una mayor cautela en sus pronósticos que en meses anteriores. El nivel de existencias de productos

terminados fue estimado como adecuado en un 67,7% de las consultas, en tanto un 30,8% lo considera excesivo.

En agosto se relevaron 31 rubros manufactureros para la estimación del EMI, el 77% de los cuales presentó variaciones positivas. Las mayores alzas correspondieron a agroquímicos, automotores y neumáticos y aceites. Por otra parte, textiles y alimentos redujeron sus niveles productivos.

En la industria alimenticia se observan importantes incrementos en aceites y subproductos (23,7%), debido a la mayor disponibilidad de materia prima como soja. Además, desde fines del año pasado y comienzos del corriente se ha ampliado significativamente la capacidad de procesamiento de granos oleaginosos. Influyó también la colocación de productos en el exterior antes del ingreso de la cosecha norteamericana de soja, que estiman será récord. Otro hecho auspicioso es la reducción en México del arancel a la importación de aceites provenientes de nuestro país, que fue del 50% por un período de tres años y que permitiría recuperar un mercado importante.

Las carnes blancas presentan en agosto un crecimiento sostenido respecto del año anterior (15,1%), influidas por la sustitución que provocó la variación en los precios relativos con respecto a la carne vacuna, por el comportamiento exportador y por la baja en los costos determinada por la caída en el precio de los granos.

El incremento en los lácteos (9,1%) es consecuencia de mayores inversiones en nuevas plantas de secado para producir leche en polvo, producto que se exporta principalmente a Brasil. También la elaboración de gaseosas creció significativamente (14,1%). El resto de los alimentos sufrió caídas. Las más pronunciadas se registraron en la elaboración de yerba mate (-16%) y carnes rojas (-15,1%). La yerba mate sufrió un proceso de atomización en la producción y la comercialización, que no es captado en la encuesta que sirve de base para la confección del EMI. Las carnes rojas continúan afectadas por la retención de hacienda y sus efectos sobre los precios. La producción de azúcar disminuyó (-3,5%) como resultado del adelantamiento de la zafra en 1997 y la competencia en los mercados internacionales por la sobreoferta mundial. También la molienda de harina de trigo descendió por las menores demandas, la interna destinada a productos de panadería y pastas y la externa dirigida a Brasil.

La industria textil continúa afectada por el ingreso de telas y confecciones del exterior y por problemas financieros en algunas hilanderías de algodón, cuya producción se contrajo 6,8%. Por el contrario, la producción de fibras sintéticas y artificiales muestra en agosto un incremento del 10,5%, impulsado por las exportaciones a Brasil.

Durante agosto el rubro papel y cartón mostró una caída (-9,1%) vinculada con la acumulación de stocks como consecuencia de la disminución de la demanda interna y del ingreso de papel importado. Ello determinó paradas parciales en dos plantas productoras de papel para impresión y el cierre temporario de un establecimiento elaborador de papeles para envases y embalajes.

La mayoría de los rubros relevados en la industria química presentó incrementos en agosto. Se mantiene el dinamismo de la producción de agroquímicos y de los rubros relacionados con la industria automotriz. La elaboración de agroquímicos continúa expandiéndose (23,7%), motorizada por la sostenida demanda del sector agrícola y la sustitución de importaciones que están produciendo las inversiones en el sector. Comenzó a operar una nueva planta de herbicidas de una firma líder a nivel mundial. Esta rama fue la que más incrementó sus niveles productivos en los primeros ocho meses (43,3%).

Los neumáticos y el negro de humo tuvieron un importante crecimiento (20,7% y 11,4%, respectivamente) al influjo de la actividad de las terminales. La expansión de los gases industriales se debió a su utilización en las ampliaciones de capacidad productiva del área petroquímica y en el tratamiento de desechos para la preservación ambiental. La suba en la fabricación de materias primas plásticas (8,7%) se da en un contexto de baja en los niveles de rentabilidad de las empresas por la caída en los precios internacionales y el aumento en la utilización de usos alternativos. A nivel local se ha iniciado la producción en gran escala de una nueva materia prima (PET) destinada a envases para la industria alimenticia. Por su parte, las manufacturas de plástico tuvieron en agosto una caída del 11,2%. El incremento en el procesamiento de petróleo (4,9%) se vincula con la demanda del parque automotor y las exportaciones de naftas y gas oil. Los productos químicos básicos se contrajeron (-12,6%) por la caída en la fabricación de etileno. La falta de materia prima para su elaboración (etano) se originó en una parada de planta con fines de ampliación.

La producción de materiales de construcción se retrajo en el mes de agosto como consecuencia de las expectativas generadas en el sistema financiero por la crisis asiática y su repercusión sobre el mercado de préstamos hipotecarios. La producción de cemento disminuyó 1,6% interanual en agosto y otros materiales decayeron en conjunto 1,1%.

En las industrias metálicas básicas se destaca la evolución del hierro primario (19,4%) y el acero crudo (8%). Los laminados en caliente, en cambio, resultaron afectados por la caída en la demanda externa de tubos sin costura, aunque la demanda doméstica se mantuvo estable. La producción de aluminio primario creció 2,4% con respecto al año anterior, registrándose una menor demanda de la industria eléctrica mientras que las ventas a la construcción y el transporte permanecieron estables.

La actividad en la industria automotriz continúa expandiéndose (13,3%), con incrementos en la producción dirigidos principalmente al mercado externo. La producción de la industria metalmeccánica excluida la automotriz ha disminuido en conjunto, aunque registra situaciones diversas en particular. Mientras algunas ramas se ven favorecidas por la caída en los precios de las materias primas, otras sufren por idénticas causas.

VII. Estadísticas de Servicios Públicos

El consumo global de servicios públicos, medido por el Indicador Sintético, creció en agosto de 1998 un 10,1% interanual, manteniendo la tendencia creciente que exhibe desde su inicio. Este mes las alzas interanuales se observaron en todos los servicios. La variación desestacionalizada² indica un alza de 2,4% con respecto al mes anterior, y en los primeros ocho meses el indicador acumula un aumento de 11,9% respecto de igual período de 1997.

(cuadro 1.10) La generación neta de energía eléctrica creció levemente (0,4%) en agosto de 1998, mientras que la producción de gas natural lo hizo 8,8% en el mismo período. En el acumulado del año las variaciones de ambos son similares (1,4% y 1,5%, respectivamente). El agua entregada a la red en la zona de Capital Federal y Conurbano por Aguas Argentinas SA se mantiene en niveles similares a los del año anterior: creció 0,3% en agosto y 0,5% en los primeros ocho meses.

El transporte de pasajeros presenta alzas en ferrocarriles urbanos (8,6%), subterráneos (16,8%), trenes interurbanos (4,7%) y en ómnibus metropolitanos (1,7%). Este último rubro revierte en agosto, luego de sistemáticas caídas interanuales de meses anteriores. En el período enero-agosto las variaciones que experimentaron estas modalidades de transporte fueron positivas, a excepción del automotor metropolitano. Los pasajeros que utilizaron el servicio aéreo de cabotaje de bandera nacional crecieron levemente (0,4%) en agosto, siendo más pronunciado el incremento en el caso de vuelos internacionales (2,6%).

(gráfico 1.4)

(gráfico 1.5) En cuanto al transporte de carga, el tonelaje transportado por el servicio aéreo de cabotaje de bandera nacional creció sólo 0,1%, mientras que el ferroviario se incrementó 9,8%.

El total de vehículos pasantes por los puestos de peaje en rutas nacionales creció 6,1%, manteniéndose una clara preponderancia de los automotores livianos sobre los colectivos y camiones livianos y pesados.

La cantidad de llamadas telefónicas urbanas aumentó 3,2% durante agosto, mientras que las interurbanas volvieron a crecer más (17,6%), aunque no alcanzan al 11% del total. La cantidad de teléfonos celulares en servicio pasó de 1.437,6 miles de aparatos en agosto de 1997 a 2.496,1 miles en igual mes de 1998, lo que significa un crecimiento de 73,6%.

VIII. Indicadores de la Actividad de la Construcción

A partir de este Informe se incorpora en este capítulo el Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC), que refleja la evolución del sector de la construcción a partir del comportamiento de un conjunto de insumos representativos. Refleja la actividad tanto en el sector público como privado. Para realizar la medición del conjunto del sector se determinaron cuatro tipologías de obra: edificación para vivienda y otros

destinos, construcciones petroleras, obras viales y otras obras de infraestructura. A cada bloque se lo puede identificar con una función de producción que relaciona los requerimientos de insumos con el producto. El listado de insumos se compone de: asfalto, caños de acero sin costura, cemento Portland, hierro redondo para hormigón, ladrillos huecos, pisos y revestimientos cerámicos, pinturas para la construcción y vidrio plano, informados por empresas manufactureras líderes. La estimación de cada bloque está basada en índices de cantidad de cada uno de los insumos considerados, cuyos ponderadores dentro de cada bloque provienen fundamentalmente de la Encuesta de Avance de Obras y del nuevo Índice del Costo de la Construcción que realiza el INDEC, de la opinión de la Cámara Argentina de la Construcción y de expertos del sector. El índice del nivel general del ISAC se obtiene como la suma de los índices de bloques intervinientes, ponderados por su valor de producción en 1993.

([gráfico 1.6](#)) Las estimaciones del Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC) para el mes de agosto observan un aumento del 5,5% con respecto a igual mes de 1997, completando 26 meses ininterrumpidos de alzas internacionales. En términos desestacionalizados-³ el incremento contra el mes anterior alcanzó a 4,7%, y determinó un máximo en la serie que se inició en 1993. El elevado ritmo de actividad se debió al cumplimiento con los plazos de ejecución de obras comprometidas tanto para la construcción de viviendas como en las licitaciones en marcha, principalmente viales. Durante los primeros ocho meses del año el incremento se calculó en 11,4%. La encuesta cualitativa del sector⁴ registra un predominio de respuestas que prevén para septiembre un menor nivel de actividad que en el mes anterior.

La superficie a construir, registrada por los permisos de edificación para obras privadas en una nómina de 20 municipios, registró en agosto un aumento del 22,4% con respecto a igual período de 1997, y el incremento llega a 30,3% si se consideran los ocho primeros meses.

1 La evolución mensual de estos indicadores se detalla en los cuadros [A.1.7](#) y [A.1.8](#) del apéndice estadístico.

2 a partir de junio de 1998 el INDEC publica la variación desestacionalizada utilizando el método X12-ARIMA.

3 El método para desestacionalizar es también el X12-ARIMA.

4 Se efectúa mensualmente a grandes empresas del sector.



Inversion

Inversión interna bruta fija a precios de 1986

(Cuadro 2.1) En el **segundo trimestre** de 1998 la estimación provisoria de la Inversión Interna Bruta Fija (IIBF), medida a precios de 1986, indicó un crecimiento de 12,6% con respecto al mismo período del año anterior, con lo cual se constituye en el noveno trimestre de suba interanual consecutiva (Gráfico 2.1). El incremento se debió a la expansión de sus dos principales componentes: la construcción, que creció pero a un ritmo bastante menor que en los períodos anteriores (5,4%), y maquinaria y equipo, que aún desacelerándose continúa registrando un crecimiento interanual considerable (19,1%). Este incremento fue producto básicamente del comportamiento expansivo de la inversión en bienes de capital importados (21,8%). En términos desestacionalizados la variación de la IIBF con respecto al trimestre anterior fue una baja de 1,6%.

La revisión de las cifras correspondientes al primer trimestre de las cuentas nacionales muestra un crecimiento de la IIBF de 23,1%, dato levemente superior al publicado en el [Informe Económico N° 25](#) (22,2%) debido a la disponibilidad de nueva información básica.

El análisis del comportamiento de los principales componentes de la IIBF total permite observar que continúa profundizándose la incorporación de equipo importado, que registró en el segundo trimestre de 1998 un valor máximo de 42,3% en su participación en la IIBF a expensas del equipo de origen nacional y de la construcción. En términos del equipo total, el peso del equipo importado es superior a las tres cuartas partes, y mientras mantenga tasas de variación superiores a las del equipo local seguirá ganando participación. (Gráfico 2.2) En tanto la incorporación de maquinaria importada creció 21,8% en el segundo trimestre de 1998 con relación a igual período de 1997, el equipo de origen nacional lo hizo en 11,1%. (Gráfico 2.3)

El cociente IIBF/PIB a valores constantes de 1986 disminuyó en el segundo trimestre de 1998 (ubicándose en 24,0%), luego de haber alcanzado un máximo de 25,9 % en el primer trimestre del año (Gráfico 2.4).

Construcción

La inversión en construcciones se desaceleró notoriamente en el segundo trimestre de 1998 al crecer 5,4% interanual, luego de haber crecido ininterrumpidamente durante siete trimestres por encima del 18%.

Los despachos de cemento, principal insumo del sector, crecieron interanualmente (8,4%), pero a un ritmo considerablemente inferior al de los 6 trimestres anteriores. Otro rubro fuertemente demandado fue el asfalto (44,7%), en tanto el resto de los sectores sufrió contracciones que alcanzaron a 3,1% en el caso de vidrios para la construcción, 5,2% el hierro redondo para hormigón, 9,3% los tubos sin costura y 4% la producción de pinturas para la construcción (Cuadro 2.2).

En el [Cuadro 2.3](#) se encuentra la evolución trimestral de los **créditos hipotecarios** y totales otorgados por el sistema financiero, mientras que en el [Gráfico 2.5](#) se aprecia la evolución mensual de los créditos hipotecarios en los últimos cinco años.

El mercado de préstamos con garantía hipotecaria mostró una sensible desaceleración (1,3% interanual) con respecto a los 8 trimestres previos, acusando el impacto provocado por la continuidad de la crisis asiática en los mercados financieros internacionales. Resultaron más afectados los préstamos en pesos (-7,2%), aunque constituyen aún una pequeña porción del total, aproximadamente 10% de los nuevos préstamos otorgados. En el segmento en dólares el alza se concentró en los plazos superiores a 5 años, manteniéndose la tendencia al alargamiento en los plazos.

Por su parte, el stock de créditos hipotecarios en ambas monedas, \$14.468,5 millones a fines de junio de 1998, ha crecido a una tasa acumulativa del 17,2% anual con respecto a 1994, alcanzando una participación de 22,5% del total de préstamos.

Otro indicador de la evolución del mercado inmobiliario que muestra comportamiento positivo pero declinante es el que corresponde a las **escrituras anotadas** en el Registro de la Propiedad Inmueble de la ciudad de

Buenos Aires. En la Capital Federal el número de escrituras creció 7,6% interanual en el segundo trimestre, crecimiento que se revirtió en el mes de julio al disminuir 1,2% con respecto a igual mes de 1997 ([Cuadro 2.4](#) y [Gráfico 2.6](#)).

El Banco Central dictó una normativa ([Ver Informe Económico N°24](#)) para evitar la especulación financiera en el rubro de viviendas, que pudiera afectar las garantías otorgadas por los préstamos hipotecarios. Para ello se hace un seguimiento de la evolución del precio del metro cuadrado en operaciones de venta. Este indicador, preparado por el Banco Hipotecario Nacional, cambió su cobertura desde el mes de octubre de 1997, incorporando el agregado Gran Buenos Aires. La nueva serie calcula para el total del país un valor de 754 dólares el metro cuadrado en el mes de agosto de 1998, cifra que implica una suba del 0,8% respecto del mes anterior y del 3,4% con respecto al inicio de la serie en octubre de 1997, aunque estas comparaciones pueden estar afectadas por motivos estacionales (ambas series se presentan en el [Cuadro 2.5](#) y [Gráfico 2.7](#)).

Equipo Durable de Producción de Origen Nacional

Automotores Durante el segundo trimestre las ventas al mercado interno de producción nacional de utilitarios continúan siendo el rubro de mayor dinamismo (81,7% de crecimiento respecto de igual trimestre de 1997), mientras que cayeron las de automóviles (-6,0%) y las de vehículos de carga (-9,2%) ([Cuadro 2.6](#)). Estas cifras están influenciadas por el creciente proceso de especialización encarado por el sector. En este contexto pudieron observarse ([Ver Capítulo 1, Cuadro 1.8 de producción y ventas de automotores](#)) aumentos importantes en las ventas totales (nacionales e importados) de utilitarios (29,8%) y vehículos de carga y pasajeros (36,1%). Mientras los primeros se basaron en la producción nacional, los últimos fueron abastecidos en gran medida con material importado, movimiento que se mantuvo en el bimestre julio-agosto. En la rama de automóviles, la caída de las ventas de origen nacional se vió compensada con el aumento de las importaciones en el segundo trimestre, ya que en el período julio-agosto se profundizó la retracción en el sector al verificarse una reducción de las ventas totales del 7,4%, respecto de similar período de 1997.

Equipo Durable de Producción Importado

Durante el segundo trimestre de 1998 la inversión en bienes de capital importados, medida a precios de 1986, continuó expandiéndose (21,8%). Las importaciones medidas en valores corrientes, U\$S 2.210,4 millones, alcanzaron una participación del 26,8% en el total importado ([Gráfico 2.8](#)).

En los [Cuadros 2.7](#) y [2.8](#) se detallan las importaciones de bienes de capital, a valores corrientes y por sectores de destino, correspondientes al primer semestre de 1997 y 1998. De allí se desprenden las siguientes observaciones:

- Las importaciones totales de bienes de capital, a precios corrientes y a valor CIF, crecieron 21,2% en el primer semestre de 1998.
- La mayor parte de los sectores productivos y de servicios considerados incrementó sus compras externas de este tipo de bienes. Los que las disminuyeron fueron: electricidad, gas y agua, investigación y el subgrupo residual denominado resto sin clasificar.
- El sector de mayor peso, la industria manufacturera, mantiene la tendencia a la disminución de su participación, dado que sus importaciones continúan creciendo (16,6%) por debajo del promedio. Los rubros más demandados por la industria, dentro de los más significativos por valor importado, fueron: otros grupos electrógenos (2.746,4%), equipos de oficina y cálculo, y maquinaria no especificada (25,8% de aumento interanual), bombas aspirantes, centrífugas y elevadoras de líquidos (31,4%), calderas generadoras de vapor de agua o de vapores de otras clases (excepto para calefacción central) (246%) y refrigeradores y equipos de refrigeración (eléctricos y de otro tipo), excluidos los de tipo doméstico (31,9%).
- Los sectores que registran mayor ritmo de incremento en la incorporación de bienes de capital importados, en el primer semestre de 1998, fueron: Minería (88,4%), Comunicaciones (43%) y Transporte (29%). De todas maneras, las importaciones del primero, a pesar de su reciente dinamismo, no alcanzan al 0,5% del total. Agrupadas en el rubro de Comunicaciones se destacan las adquisiciones de transmisores y transmisores-

receptores de televisión, radio, radiotelegrafía y radiotelefonía (94,1%) que mantienen una participación de 10,2% en el total de importaciones de bienes de capital (segundo rubro más demandado). Entre los componentes del Transporte están incluidos los vehículos automotores para transporte de mercancías o materiales, que constituyen el principal rubro importado (14,1%) y mantienen un elevado ritmo de compras (56,1%).

- En el sector que comprende el comercio, la banca y los seguros, es de remarcar la incorporación de equipos de oficina y cálculo, y maquinaria n.e.p. (25,8% de incremento interanual). En la construcción, por su parte, se destaca el incremento de las compras externas de palas y excavadoras mecánicas autopropulsadas (102,8%).

1 La fuente de información es la encuesta implementada por el BCRA mediante la Com. "A" 2097, que a partir de junio de 1993 recaba estadísticas de las tasas de interés activas por tipo de operatoria y de los montos transados mensualmente.



MERCADO DE TRABAJO

I. Evolución de las principales variables ocupacionales

En el año 1998 se realizó por primera vez un relevamiento adicional de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH), procedimiento que permite conocer la evolución de las principales variables ocupacionales. De esta manera, a los habituales muestreos de mayo y octubre se añadió un tercero realizado en el mes de agosto último, ampliando así la cobertura estadística del mercado de trabajo. Es de suma importancia contar con relevamientos más frecuentes ya que los mismos permitirán observar, cuantificar y evaluar comportamientos estacionales en el mercado de trabajo.

La característica de los resultados de agosto, respecto de los tradicionales de mayo y octubre de cada año, exige un tratamiento cauteloso al cotejarlas con fechas anteriores debido a que, aún cuando se utilizan los mismos instrumentos de captación, no existen bases temporales establecidas para efectuar una estricta comparación.

Teniendo en cuenta la anterior advertencia, el relevamiento de agosto de 1998 muestra un mantenimiento en la tasa de desocupación, que se mide como la proporción de desocupados en la población económicamente activa, en el conjunto de 28 aglomerados urbanos encuestados. Dicha tasa alcanzó un valor de 13,2% en agosto de 1998, similar nivel al que se había manifestado en mayo del mismo año y menor a los valores obtenidos en las E.P.H. de 1997 (16,1% en mayo y 13,7% en octubre) ([Cuadro 3.1](#)).

Por su parte, la tasa de empleo tuvo un ligero descenso, pasando del 36,9% de mayo al 36,5% de agosto, interrumpiendo así un ciclo de aumento que comenzó en mayo de 1996 cuando dicha tasa registró un valor de 34,0%. De todas maneras esta tasa, que mide la proporción de la población urbana que se encuentra ocupada, registró en 1998 valores superiores a los de las mediciones de 1997 (en mayo y octubre de 1997 había sido del 35,3% y 36,5%, respectivamente).

([cuadro 3.2](#)) La tasa de actividad, que mide el porcentaje de la población urbana que se encuentra económicamente activa, tuvo una ligera reducción, pasando del 42,4% en mayo de 1998 al 42,0% de agosto. Finalmente se observa un aumento, aunque poco significativo, en la tasa de subocupación, tanto de aquellas personas que se encuentran en la búsqueda de otra ocupación (subocupados demandantes) como de las que no están demandando otro empleo (subocupados no demandantes) ([Cuadro A.3.1 del Apéndice Estadístico](#)).

II. Evolución de la población urbana según su situación en el mercado de trabajo

En el [Cuadro 3.3](#) se presenta una estimación de la evolución de la población urbana, de la económicamente activa y, dentro de ésta, de la ocupada y la desocupada. Esta estimación está fechada coincidentemente con los meses en que tuvo lugar una medición de la condición de actividad de la población en las localidades en que se llevan a cabo encuestas permanentes de hogares (EPH), ya que sólo en esas fechas es posible distribuir a la población de acuerdo a su situación ocupacional¹.

Las series que se presentan comienzan en abril de 1980 y culminan en agosto de 1998, fecha del último operativo EPH, e incluyen al Gran Buenos Aires (GBA), a los 24 aglomerados del interior cubiertos por la EPH durante todo el período y al resto de las localidades urbanas de la República Argentina². Las tasas de actividad y de desocupación utilizadas en las estimaciones son las elaboradas por el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC). En el caso del «Resto Urbano» se aplican las tasas de actividad y desocupación del promedio de los 24 aglomerados del interior relevados en la EPH.³

De acuerdo con estas estimaciones, en agosto de 1998 la población urbana ocupada ascendía a 11.541 miles de personas, mientras que el número de desocupados urbanos fue de 1.691 miles de personas.

Respecto del nivel de empleo, es interesante destacar que entre mayo de 1997 y agosto de 1998, a lo largo del desarrollo de la crisis financiera que se inició en Asia, la Argentina mostró una de las mayores tasas de

crecimiento de esta variable. Como puede verse en el [cuadro 3.3](#), entre esas fechas se generaron 680.000 empleos, lo que permitió absorber el incremento en la oferta de trabajo (368.000 personas se sumaron a la población activa) y reducir en 312.000 personas el número de desocupados. El crecimiento de puestos de trabajo creció así 6,3% en ese período, una tasa que pocas economías pueden exhibir.

Una comparación más estricta, que evita la influencia de factores estacionales, llevaría a cotejar mayo de 1998 contra mayo de 1997. En ese caso se observa una generación de aproximadamente 731.000 puestos de trabajo (6,7% de crecimiento), que permitió absorber las 404.000 personas que se agregaron a la oferta de trabajo y disminuir en 328.000 el número de desocupados.

III. Indicadores de puestos de trabajo y remuneraciones (Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones)

La información básica a partir de la cual se elaboran las series que se presentan en esta sección proviene de las declaraciones juradas realizadas por las empresas al Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones⁴ (SIJP).

Segundo Trimestre de 1998

El promedio mensual de puestos de trabajo declarados en el segundo trimestre de 1998 fue de 4.409.000 para el total del Sistema, con una remuneración promedio de \$ 990. Resulta importante señalar que las remuneraciones referidas a dicho trimestre tienen incorporado el primer pago del Sueldo Anual Complementario.

Los sectores productores de bienes muestran un promedio mensual de 1.512.000 puestos con una remuneración media de \$ 999, y los sectores productores de servicios presentan una remuneración de \$ 986 para los 2.897.000 puestos de trabajo declarados.

[\(Cuadro 3.4\)](#) Al comparar este trimestre con el comienzo de la serie en 1995, se verifica un aumento de los puestos de trabajo del 18,8%, siendo más intenso aún en los sectores productores de servicios, que aumentan un 25,1%. Las remuneraciones promedio, en cambio, mantienen niveles similares a los del segundo trimestre de 1995.

Cuando se compara el segundo trimestre de 1998 con años anteriores, se debe tener en cuenta la incorporación de nuevos sectores al SIJP. A mediados del tercer trimestre de 1997 ingresaron al Sistema las cajas previsionales para los empleados públicos de las provincias de San Luis y Tucumán.

De esta manera, las jurisdicciones mencionadas incorporan un promedio mensual de 15.500 y 57.000 puestos de trabajo respectivamente, correspondientes a la administración pública provincial. Es por esta razón que con respecto al mismo trimestre de 1995, la provincia de San Luis presenta un incremento del 57,4% en los puestos de trabajo totales, mientras que en Tucumán el mismo alcanza al 94,9%.

Evolución del sector privado

Con el fin de realizar un análisis comparativo más uniforme de estos resultados, es importante recordar que desde la entrada en vigencia del SIJP se han venido incorporando, además de las de San Luis y Tucumán ya comentadas, otras Cajas de Empleados Públicos Provinciales.

Por tal motivo se considera útil analizar la evolución del Sector Privado, al conformar una serie de carácter algo más homogéneo a través del tiempo.

En el [Cuadro 3.5](#) se presenta la evolución de los puestos de trabajo declarados y de la remuneración promedio del sector privado en cada jurisdicción.

Los puestos de trabajo del sector privado aumentan 9,2% en el segundo trimestre de 1998 respecto del mismo

período de 1995, manteniéndose casi invariable la remuneración promedio. Si la comparación se realiza respecto del segundo trimestre de 1997, se observan aumentos del 3,8% en los puestos de trabajo y del 2,0% en la remuneración promedio.

En las jurisdicciones que entre 1997 y 1998 superaron significativamente el incremento promedio de los puestos de trabajo, los cambios se evidencian en diferentes sectores de actividad:

en Chubut, los sectores Alimentos, bebidas y tabaco, Otros servicios comunales y sociales, Otras industrias, Construcción y Maquinarias y equipos concentraron todo el aumento de puestos de trabajo, que fue del 19,5%. La remuneración promedio, en cambio, registra una caída del 4,3% respecto de la de 1997;

en La Rioja, los sectores Maquinarias y equipos, Construcción, Servicios de salud privados, Alimentos, bebidas y tabaco y Textiles y cuero explican la mayor parte del aumento (14,2%), presentando paralelamente una caída del 5,3% en la remuneración promedio;

en Neuquén, las ramas de Metálicas básicas, Alimentos, bebidas y tabaco, Madera, papel, imprenta y editoriales, Restaurantes y hoteles y Maquinarias y equipos, constituyen la mayor parte del incremento observado (17%);

en San Luis el aumento (12,8% en promedio) se produjo principalmente en Electricidad, gas y agua, Construcción, Servicios inmobiliarios y a las empresas, Comercio al por mayor y al por menor, y Agricultura, caza, silvicultura y pesca, mientras que la remuneración promedio disminuyó un 4%;

en Santa Cruz, Derivados del petróleo y químicos, Bancos y seguros, Construcción, Educación privada, y Maquinarias y equipos presentan el mayor aumento. Vale destacar que en esta jurisdicción se registra paralelamente un aumento del 3,4% en la remuneración promedio;

en Tierra del Fuego, Transporte y almacenaje, Otras industrias, Servicios inmobiliarios y a las empresas, Metálicas básicas, y Construcción determinan gran parte del aumento de puestos, registrando una variación positiva del 1,8% en los niveles de remuneración.

La provincia que presenta la mayor caída de puestos de trabajo declarados es Chaco (del 6,6%), acompañada por un aumento del 4,5% en las remuneraciones.

Con el propósito de comparar datos que sean todavía más homogéneos desde 1995, resulta útil analizar la información excluyendo a los sectores que se han ido incorporando al Sistema en fechas posteriores a su creación. Por lo tanto, es posible captar mejores estimaciones de las variaciones en los puestos de trabajo declarados y su correspondiente remuneración considerando exclusivamente al Sector Privado no agrícola⁵.

En el [cuadro 3.6](#) se observa que los puestos de trabajo han superado el nivel del segundo trimestre de 1995 en un 11,7%, mientras que la remuneración promedio se mantiene prácticamente en el nivel anterior. Con respecto al segundo trimestre de 1997 los puestos de trabajo y la remuneración promedio muestran un aumento del 7,2% y del 1,4%, respectivamente.

En cuanto al incremento de puestos de trabajo declarados, se observan diferencias en la intensidad de las variaciones entre los agregados de sectores, siendo del 5,1% para los sectores productores de bienes y del 8,3% para los productores de servicios privados. Los puestos de trabajo de los sectores productores de servicios privados aumentaron en 175.500 con respecto al segundo trimestre de 1997, mientras que los correspondientes a los sectores productores de bienes no agrícolas lo hicieron en 62.000. En términos de los cambios en las remuneraciones promedio, se verifica un leve aumento del 2% en los sectores productores de servicios privados y uno ligeramente inferior al 1% en los sectores de bienes.

Entre los cambios más destacados a nivel sectorial con respecto a dicho período, se pueden señalar:

En el sector Construcción los puestos de trabajo crecen un 11,2% mientras que la remuneración disminuye un 1%, siendo la única actividad donde se registra una variación negativa. Respecto de 1995 en dicho sector se

aprecia un crecimiento del 30% en los puestos de trabajo, y una caída del 6,8% en la remuneración media;

En los Servicios inmobiliarios y a las empresas, el incremento del 15,3% de puestos de trabajo está acompañado por una suba del 3,2% en la remuneración promedio. Respecto de igual trimestre de 1995, los puestos de trabajo se incrementaron en un 34%.

IV. Evolución de la Pobreza en el Gran Buenos Aires

En esta sección se presentan datos sobre la evolución de la pobreza en el Gran Buenos Aires entre mayo de 1988 y mayo de 1998². Con motivo de comenzar a difundir la información acerca de la incidencia de la indigencia en la población (y no solo en los hogares, como se venía haciendo), la Secretaría de Programación Económica y Regional del MEyOSP y el INDEC han procedido a realizar una revisión completa de la serie histórica, tanto en los cálculos que tienen que ver con la pobreza como con la indigencia.

En esta revisión se utilizan bases definitivas, en lugar de las preliminares que habían dado origen a los resultados publicados.

Cabe aclarar que en los primeros años del período, inmediatamente después de cada relevamiento, se obtenían bases preliminares que, luego de una serie de procesos estadísticos, daban origen a bases definitivas. Las diferencias que pudieran encontrarse con los valores publicados anteriormente tienen ese origen⁷.

Según el Enfoque de la Línea de Pobreza, el 17,7% de los hogares del Aglomerado del Gran Buenos Aires (que incluye la Capital Federal y 19 partidos del GBA) estaban debajo de la línea de pobreza en mayo de 1998 (1,3 puntos porcentuales menos que en la medición anterior de octubre de 1997) ([Cuadro 3.7](#)).

Según estos resultados los hogares por debajo de la línea de pobreza disminuyeron en 1,1 puntos porcentuales entre la onda de mayo de 1997 y la de mayo de 1998. Se reafirma así el punto de inflexión que se inició en mayo de 1997 respecto de la tendencia ascendente que se venía produciendo desde octubre de 1994. Adicionalmente, corresponde tener en cuenta que los niveles de pobreza de la fecha más reciente son ostensiblemente inferiores a los vigentes en los picos hiperinflacionarios de 1989 y 1990. En mayo de 1988 los niveles de pobreza en hogares y población superaban en 4,8 y en 5,5 puntos porcentuales a los respectivos registros de mayo de 1998.

Por su parte, el porcentaje de hogares indigentes ([Cuadro 3.8](#)) disminuyó en 0,1 puntos porcentuales con respecto a mayo de 1997, si bien disminuyó 1,0 punto respecto de octubre de 1997, cuando había alcanzado al 5,0% de los hogares. También aquí se observa una sensible caída respecto de los niveles de fines de la década de los 80. Respecto de mayo de 1988 los niveles actuales de indigencia son inferiores en 1,5 puntos en los hogares y 3,3 puntos en la población.

En lo que se refiere a la distribución geográfica, si se tiene en cuenta solamente los 19 partidos del Gran Buenos Aires, se confirman en mayo de 1998 valores inferiores a los observados en mayo y octubre del año anterior, dado que en mayo de 1998 un 23,7% de los hogares (un 24,8% y 25,0% en mayo y octubre del año anterior, respectivamente) y un 30,3% de las personas (32,0% y 32,7% en los dos anteriores registros, en ese orden retrospectivo) se encontraban por debajo de la línea de pobreza.

Dentro del mismo área, pero tomando únicamente la zona «Gran Buenos Aires 2»⁸, el 30,5% de los hogares estaban debajo de la línea de pobreza en mayo de 1998, comparado con el 31,6% y el 32,7% de las dos mediciones anteriores, en ese orden retrospectivo. Asimismo, el porcentaje de hogares indigentes en mayo de 1998 es 1,4 puntos porcentuales inferior que en octubre de 1997, si bien 0,3 puntos superior al de mayo de ese año.

² Desde octubre de 1995 se cuenta con información, proveniente de la EPH, referida a Concordia, Mar del Plata y Río Cuarto. A pesar de ello, se ha optado por mantener los mismos agregados urbanos que se informaba anteriormente, ya que esta clasificación entre 24 aglomerados del interior

y resto urbano es la única posible de sostener para la totalidad del período considerado.

3 Esta convención surge de las notorias diferencias entre las localidades que componen este resto urbano y el Gran Buenos Aires y es corroborada por los resultados censales que señalan que el resto urbano tiene características similares a las de los aglomerados del interior que releva la EPH.

1 Estas cifras poseen errores de estimación similares a los publicados por el INDEC para esta Encuesta.

4 La descripción del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones fue publicada en el Informe Económico N°16, de abril de 1996, y las series retrospectivas por jurisdicción geográfica y sector de actividad se presentan en el apéndice estadístico de este informe.

5 En 1996 caducaron los Convenios de Corresponsabilidad Gremial, lo que implicó contabilizar el ingreso al Sistema de los trabajadores en actividades agrícolas-ganaderas.

6 Como se ha advertido en otras oportunidades, se estima que los datos de la Encuesta Permanente de Hogares están afectados por un porcentaje importante de subdeclaración de ingresos por parte de los hogares. Sin embargo esta información es útil para comparar en el tiempo la evolución de la pobreza. La medición por línea de pobreza se refiere a los porcentajes de hogares y de personas cuyos ingresos declarados en la EPH se encuentran por debajo de las líneas de pobreza y de indigencia. La línea de indigencia es el valor de una canasta de alimentos compuestos por bienes seleccionados por su capacidad de cubrir adecuadamente las necesidades nutricionales a un costo mínimo.

La línea de pobreza corresponde a la línea de indigencia más el valor de un conjunto de bienes y servicios no alimentarios consumidos por los hogares presuntamente más cercanos a la línea de pobreza sobre la base de datos de la Encuesta de Gastos e Ingresos de los Hogares. Se calcula la línea de pobreza de los hogares considerando el consumo diferencial de sus miembros de acuerdo a su edad y sexo, siendo la unidad de consumo la del hombre adulto.

7 De todas maneras, debe advertirse que la forma de la evolución de la pobreza no se altera con los nuevos resultados.

8 Gran Buenos Aires 2 es el segundo cordón industrial, y está integrado por los partidos de Almirante Brown, Berazategui, Esteban Echeverría, General Sarmiento, Florencio Varela, La Matanza, Merlo, Moreno, San Fernando y Tigre. Estos partidos son los que tienen las tasas de pobreza más altas, además de ser los más recientemente urbanizados.



Precios

I. Evolución de los Principales Índices

Durante el **segundo trimestre de 1998** los principales índices de precios de Argentina mostraron variaciones virtualmente nulas. El índice de precios al consumidor (IPC) registró un mínimo incremento de 0,1%, que contrasta con la suba más pronunciada (0,9%) del trimestre anterior. Por su parte, los Precios al por Mayor verificaron variaciones negativas en sus tres índices: el índice de precios internos al por mayor (IPIM) y el índice de precios básicos al por mayor (IPIB) retrocedieron 0,1%, mientras que el índice de precios básicos del productor (IPP) descendió 0,3%. La evolución de los precios combinados (IPC e IPIM) no mostró cambios en el trimestre. En tanto, el índice del costo de la construcción (ICC) también descendió muy levemente (-0,3%) en ese período.

En el **bimestre julio-agosto** de 1998 el IPC creció 0,3%, mientras que el IPIM cayó un significativo 1%, y tanto el IPIB como el IPP registraron bajas menores, del 0,2% y 0,4% respectivamente. También descendió apreciablemente el costo de la construcción: -0,5% en el bimestre. Por otra parte, observando las variaciones en los doce meses transcurridos hasta agosto de 1998, se percibe que el IPC aumentó 1,1%, en tanto que en los precios mayoristas se aprecian variaciones fuertemente negativas en sus tres índices (-3,1% el IPIM, -2,4% el IPIB y -2,8% el IPP). Finalmente, el ICC acumuló una baja del 1,2% ([Cuadro 4.1](#)).

En el [Gráfico 4.1](#) se observa la dispar evolución de los índices de precios minoristas y mayoristas desde fines del año 1997, como consecuencia de la marcada deflación verificada en estos últimos. Los precios mayoristas registran una tendencia deflacionaria desde fines de 1996 (con excepción del tercer trimestre de 1997) y acumulan a la fecha cuatro caídas trimestrales consecutivas.

Similar tendencia a la baja puede detectarse para los índices de precios que releva el Fondo Monetario Internacional, ya sean commodities agrícolas o minerales, e incluso manufacturas exportadas por los países industrializados. Sus índices de precios en todos los casos vienen descendiendo ya desde principios de 1997, como producto de la desaceleración económica global que se acentuó con la crisis financiera. Los pronósticos de dicho organismo para el resto de 1998 anticipan precios estables y bajos, que en los casos del petróleo y commodities agrícolas empezarían a recuperarse hacia mediados de 1999.

En el [Cuadro 4.2](#) se presentan las tasas de inflación minorista y mayorista de la Argentina, de los principales países de América Latina y de los países desarrollados más importantes. En el segundo trimestre de 1998, Argentina registró variaciones de precios minoristas similares a las de los países desarrollados e inferiores a las de los países latinoamericanos. Analizando lo ocurrido con los precios mayoristas, se observan tendencias deflacionarias en la mayoría de los países, con la excepción de México.

II. Índice de Precios al Consumidor

El mínimo incremento del nivel general del IPC en el segundo trimestre (0,1%) fue consecuencia del alza del capítulo de Alimentos y bebidas (1,1%), el de mayor ponderación dentro del Índice, la que fue contrarrestada por caídas en los capítulos de Vivienda (-1,1%, por el decremento en Electricidad), Esparcimiento (-1,3% por la baja en Turismo) y Transporte y Comunicaciones (-0,6%). Los restantes capítulos no se modificaron mayormente ([Cuadro 4.3](#)).

La suba trimestral de 1,1% en Alimentos y bebidas fue consecuencia principalmente del alza en carnes (5,7%), en particular en carne vacuna fresca (8%), en arroz (8%), en quesos (5%) y en vinos (6%). Cabe destacar que la carne vacuna acumula un incremento cercano al 30% promedio entre junio de 1998 y junio de 1997. Dentro del mismo capítulo es importante destacar las bajas ocurridas en el trimestre en frutas (-10%) y en verduras y legumbres (-3%). En la comparación interanual sobresalen las mermas registradas en los precios de productos tan importantes como harinas (-12%), verduras (-13%), azúcar (-11%) y gaseosas (-21%).

Al analizar el bimestre **julio-agosto de 1998** se observa un nuevo avance en los precios de Alimentos y Bebidas (0,8%, explicado por carnes y verduras), un mayor avance en Esparcimiento (2,7%, por el turismo de la temporada invernal) y una fuerte contracción en Indumentaria (-2,3%), mientras que los restantes rubros sufrieron variaciones menores. Cabe destacar que Indumentaria se presenta como el capítulo de menor

evolución relativa desde el inicio de la Convertibilidad, evidencia de la fuerte competencia de productos extranjeros existente en este mercado.

Analizando los precios relativos en el IPC, en el [Cuadro 4.4](#) se observa que el incremento de 0,4% en el nivel general durante los meses de abril hasta julio de 1998 se debe fundamentalmente a los aumentos en Bienes (0,8%), ya que los Servicios retrocedieron en promedio (-0,3%).

De todas formas, aún considerando las bajas relativas ocurridas en los Servicios, en julio de 1998 el precio relativo de los mismos se ubicaba 31% por encima del de los Bienes, tomando como base el inicio del plan de Convertibilidad. Esta evolución dispar se produjo básicamente en los 3 primeros años hasta 1993, los de mayor inflación desde que rige la Convertibilidad. Por otra parte, analizando los Servicios, los precios de los Servicios Públicos, que se habían mantenido relativamente bajos en los primeros años de la Convertibilidad, crecieron significativamente más que los de los Privados desde 1996 a la fecha, a tal punto que actualmente los superan en sus precios relativos un 3,6% respecto de los valores de abril de 1991.

III. Indices de Precios Mayoristas

[\(Gráfico 4.2\)](#) La caída de los precios internacionales de las principales "commodities" agrícolas y minerales continúan presionando a la baja a los precios mayoristas argentinos. En el segundo trimestre de 1998 el Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIM) y el Índice de Precios Internos Básicos al por Mayor (IPIB), que excluye a los impuestos contenidos en el IPIM, registraron ambos un suave retroceso del 0,1%, en tanto el Índice de Precios Básicos del Productor (IPP), cuya estructura de ponderación refleja sólo a los bienes producidos en el país, presentó una caída algo mayor (-0,3%). La deflación de los precios mayoristas se repitió en el bimestre julio/agosto de 1998, cuando los tres índices, IPIM, IPIB e IPP volvieron a caer (-1%, -0,2% y -0,4% respectivamente). Así, sumadas las caídas desde el inicio de este año, el IPIM acumula una baja del 2,3% en 1998, el IPIB una del 1,5% y el IPP del 2,4%. Esta deflación contrasta con el aumento del 1,3% del IPC para el mismo período, indicando que la relación entre los precios de los bienes transables y no transables se ha deteriorado.

[\(Cuadro 4.5\)](#) El descenso del 0,1% en el nivel general del IPIM del segundo trimestre se explica básicamente por una merma del 1,5% en productos importados, pues los productos nacionales casi no variaron (aunque los Productos primarios bajaron 0,2%). Dentro de los productos Agropecuarios, sobresale la evolución dispar entre los Agrícolas (-5% en el trimestre, por bajas en cereales y oleaginosas) y los Ganaderos (+7%, impulsados por la carne). Dentro de la baja en Productos importados se destacan las variaciones negativas en Productos agropecuarios y de silvicultura (-5%) y Aparatos de Radio y TV (-5,5%).

En cambio, el descenso del 1% ocurrido en el IPIM durante **el bimestre julio-agosto** está compuesto por sendas caídas tanto en Productos nacionales como en Productos importados, del 1% y 1,2%, respectivamente. Dentro del componente nacional se observa una mayor baja en Productos primarios (-2,7%), mientras que Productos Manufacturados y Energía eléctrica sólo caen marginalmente.

IV. Costo de la Construcción

El Costo de la Construcción en el Gran Buenos Aires (ICC) varió negativamente 0,3% en el segundo trimestre y otro 0,5% en el período julio/agosto'98, acumulando una deflación del 0,8% en lo que va del año, e incluso del 1,2% desde agosto de 1997 a la fecha. Todos sus componentes registraron declinaciones en el período abril-agosto de 1998: Materiales (-0,3%), Gastos Generales (-0,9%) y Mano de Obra (-1,2%) [\(Cuadro 4.6\)](#).

V. Precios Internacionales de Productos Básicos

Los precios de las principales materias primas continuaron bajando durante el segundo trimestre de 1998, tendencia que se manifiesta desde hace ya un año. El índice de materias primas que elabora el Fondo Monetario Internacional disminuyó 4,1% con respecto al primer trimestre del año, y la tendencia deflacionaria continuó en julio, cuando se ubicó 4,7% aún más abajo que en el segundo trimestre. Las proyecciones que elabora el FMI suponen que esos bajos niveles se mantendrían por lo que resta del año, si bien esto dependerá de la profundidad y duración de la crisis financiera internacional, que hace muy difícil predecir el escenario

económico más probable. ([Cuadro 4.7](#)).

En los mercados internacionales de cereales el valor promedio del trigo se depreció 8,6% con respecto a sus niveles del primer trimestre, y aún cayó otro 6,3% hacia julio con respecto al promedio del segundo trimestre, acumulando una pérdida del 30% respecto de su cotización de un año atrás. En el caso del maíz se repitió este comportamiento, con bajas del 7,9% en el segundo trimestre y 3,8% en julio, si bien la caída acumulada en el año para este cultivo es todavía menor (-15%) que para el trigo. Por el contrario, el arroz repuntó de sus bajos niveles del primer trimestre, subiendo 8,5%. Las previsiones de precios del FMI pronostican una lenta recuperación para el trigo hasta fines de 1999, y una virtual estabilidad del maíz para lo que resta de 1998 y para 1999.

Los precios de los derivados de la soja variaron en forma simultánea a la baja, si bien la intensidad de la pérdida en el caso de la harina (-22% en el segundo trimestre y -4% más en julio) superó con mucho lo sucedido con la semilla (-8% y -4% respectivamente). Por su parte, el aceite de soja se mantuvo relativamente más estable (perdió sólo 4% hasta julio), siendo éste un producto de significativa participación en las exportaciones de Argentina.

El movimiento bajista se repitió para los principales cultivos industriales. El café se derrumbó 20,7% en el segundo trimestre y 15% más en julio, encontrándose hoy en un nivel que representa la mitad del que tenía hace un año. La lana perdió 10,7% en el segundo trimestre, y reforzaba la baja en julio al caer otro 10%. El azúcar acumulaba una disminución del 20% hacia julio respecto de los precios del primer trimestre. Sólo el tabaco y el algodón escaparon a la ley general y se mantuvieron relativamente estables en sus niveles del primer trimestre.

El comportamiento deflacionario también alcanzó a los minerales metalíferos. Durante el período abril-julio de 1998, tanto el aluminio (-10,3%) como el níquel (-20%) y aún el cobre (-2,6%) registraron disminuciones en sus precios promedio con respecto al primer trimestre del año, pero por el contrario el hierro se mantuvo inamovible, siendo el precio de este mineral tradicionalmente muy estable. Con relación a los valores del segundo trimestre de 1997, las bajas acumuladas para el aluminio, cobre y níquel totalizan 17%, 34% y 40% respectivamente.

El petróleo crudo (promedio de los tipos Brent, Dubai y WTI) bajó 6,3% en el segundo trimestre del año y 4,5% adicional en el mes de julio. Cabe recordar que esta variación se suma al derrumbe del 25% del primer trimestre. La merma total acumulada hasta julio de 1998 fue del 31% (contra el promedio del segundo trimestre de 1997). En niveles cercanos a 13-14 dólares por barril, la comparación con los precios del año 1991 arroja una baja muy similar (-30%), si bien los precios combinados de EEUU crecieron en ese intervalo un 14%. Esto ubica al petróleo cerca de un 40% por debajo (en términos de dólares constantes) de sus valores de principios de la década.

Las proyecciones de precios para el último trimestre de 1998 sitúan al barril de crudo en un promedio de U\$S 13,1, mientras las correspondientes para 1999 se ubican en U\$S 14,5, contra los U\$S 19,3 promedio del año 1997. Cabe señalar que debido a este efecto, en el primer semestre de 1998 la Argentina exportó combustibles y derivados por un monto inferior en al menos 400 millones de dólares al correspondiente a igual período de 1997. Por último, el precio del gas natural bajó ligeramente en el trimestre (-4,8%) y volvió a caer hacia julio (-6,7%).

VI. Indices de Precios del Comercio Exterior: primer trimestre de 1998

De acuerdo con las cifras revisadas del INDEC, el índice de términos del intercambio de la Argentina desmejoró un 4,1% durante el primer trimestre del año 1998. Este comportamiento fue producto de una baja registrada en el índice de precios de las exportaciones (-4,4%), muy superior a la leve caída en los precios de las importaciones (-0,3%) ([Cuadro 4.8](#) y [Gráficos 4.3](#) y [4.4](#)).

Puede observarse que los precios de las exportaciones argentinas siguieron la tendencia descendente iniciada en el segundo trimestre de 1996, cuando alcanzaron su máximo de la década. La baja acumulada desde entonces es superior al 12%. Cabe agregar que las primeras estimaciones del INDEC para el segundo trimestre del corriente año todavía muy preliminares, implican un nuevo deterioro del orden del 9% (interanual). Por su

parte, los precios de las importaciones presentan mayor estabilidad, si bien puede observarse que también descienden desde el primer trimestre de 1996, aunque en menor magnitud (5,7% hasta el primer trimestre de 1998). La estimación mencionada para los precios de las importaciones durante el segundo trimestre arroja una nueva baja del 4% interanual.

Si se comparan los índices del primer trimestre de 1998 con los de igual período del año anterior se observan variaciones negativas en los tres índices: el índice de precios de las exportaciones disminuyó 8,1%, el índice de precios de las importaciones lo hizo en 3,1% y, de esta forma, el índice de términos del intercambio se deterioró un 5,1%. Aún a pesar de esta caída, los términos del intercambio se encontraban todavía en el primer trimestre en niveles similares a los del año 1994 y muy superiores a los de fines de la década del '80.

Como ya se señaló, según estimaciones preliminares del INDEC los términos del intercambio habrían retrocedido aproximadamente 5% en el segundo trimestre comparados con el segundo trimestre de 1997, si bien esta baja los dejaría en niveles similares a los del primer trimestre de 1998. Es ilustrativo remarcar que este nivel de precios, de persistir durante lo que resta del año, implica una pérdida real por efecto del deterioro de términos del intercambio del orden de los 1.400 millones de dólares anuales contra los precios prevalecientes en 1997, que es para el país el resultado más inmediato de la crisis internacional.

En el [Cuadro 4.9](#) se observan los cálculos revisados del efecto de los términos del intercambio correspondiente al año 1997. Medidos contra el año base 1993, la ganancia neta fue de 1.762 millones de dólares de ese año, aunque es previsible que disminuya severamente al finalizar 1998.

En el Cuadro [A.4.10](#) del apéndice estadístico se presenta una aproximación al cálculo del Tipo de Cambio Real, medido a través de los índices de precios minoristas y mayoristas. Puede notarse que medido contra el DEG, que incluye una canasta de las principales monedas de EE.UU., Japón y Europa, en la primera mitad de 1998 el tipo de cambio real se apreció 1,5% en promedio con respecto a sus niveles de fines de 1997, si bien la apreciación acumulada desde el inicio de la Convertibilidad sería muy superior (24% medida contra precios minoristas y 10% medida contra mayoristas). Cabe destacar que en la comparación con el DEG quedan excluidos los principales países del Sudeste Asiático, que sufrieron importantes devaluaciones de sus monedas en el último año, y otros países latinoamericanos, que recientemente ajustaron sus tipos de cambio nominales. También se percibe cierta revaluación del tipo de cambio real frente al Brasil (2% en el semestre), consecuencia de que nuestro mayor socio comercial continúa con su política de ajustes periódicos de su banda cambiaria en un contexto de estabilidad de precios.

En el [Cuadro A.4.11](#) del apéndice estadístico se presenta el índice de precios de las exportaciones desagregado por grupo de productos. En el primer trimestre de 1998 se observan fuertes caídas de precios en Productos Primarios (-10,4%), en Manufacturas de Origen Agropecuario (-5,4%) y especialmente en Combustibles (cayeron 13%). En la comparación interanual, las caídas respectivas son del 10%, 2% y 29%. Las manufacturas industriales se muestran como las más estables, habiendo caído sólo 1,5% en el año.

En el [Cuadro A.4.12](#) se presenta el mismo cuadro correspondiente a las importaciones de bienes. Los precios de los Bienes de Capital cayeron 0,5% en el trimestre y acumulan -3,4% en el año. Los Bienes Intermedios aumentaron sus precios en la comparación trimestral (1,5%) pero bajaron en la interanual (-1,3%). Los Combustibles y lubricantes se desplomaron en el primer trimestre (-11,7%) y en el año el derrumbe alcanza al 30%. Por último, las Piezas y accesorios para bienes de capital y los Bienes de Consumo apenas oscilaron en el último trimestre, subiendo incluso levemente en el último caso.



SECTOR EXTERNO

Durante el segundo trimestre de 1998 las operaciones del sector externo se desarrollaron en el marco de la crisis internacional desatada por las economías asiáticas, la cual se vio agravada en agosto último con el incumplimiento por parte de Rusia de los servicios de su deuda.

Más allá de los efectos que la crisis ha tenido sobre los mercados financieros de América Latina¹, cada país se vio afectado de manera particular. Entre las principales economías latinoamericanas, Chile sufrió un impacto muy fuerte sobre su comercio exterior debido a la importante caída del precio del cobre -que también afectó los ingresos fiscales- y a que buena parte de sus exportaciones (33% del total en 1996) tiene como destino el Asia. En el caso de Brasil la crisis amenazó, principalmente, sus flujos financieros internacionales. Las necesidades de refinanciación de la deuda pública (de corto plazo) en las condiciones imperantes en los mercados financieros generó incertidumbre sobre la viabilidad de la política cambiaria. En México, a pesar de que el precio del petróleo cayó mucho, las exportaciones totales fueron preservadas porque las ventas externas mexicanas son, fundamentalmente, manufacturas y su destino principal es Estados Unidos. Fueron los ingresos fiscales de México los que sufrieron más fuertemente el impacto de la crisis.

El efecto más importante de la crisis sobre la economía argentina se manifestó en la caída de los precios de exportación de los productos básicos y en la desaceleración en la tasa de crecimiento de su principal socio comercial, el Brasil. No obstante, el crecimiento de los volúmenes exportados de bienes, con aumentos importantes en las ventas al Nafta y a la Unión Europea, permitió absorber este impacto, lográndose un moderado crecimiento en el valor de las exportaciones de bienes.

En el segundo trimestre de 1998 el ingreso neto y la composición de la cuenta financiera muestran que la crisis no afectó el acceso de Argentina a las fuentes de financiamiento internacional. Tampoco se ve reflejada en cambios en la composición del portafolio de los residentes entre activos financieros internos y externos. El financiamiento externo permitió cubrir el déficit de cuenta corriente del trimestre y financiar el sostenido crecimiento del nivel de reservas.

1. El balance de pagos²

La cuenta corriente del balance de pagos registró, durante el segundo trimestre de 1998, un déficit de U\$S 1.789 millones, con un aumento de U\$S 458 millones con respecto a igual período del año anterior. El 50% del aumento del déficit correspondió al comportamiento de la cuenta mercancías, un 12% a la cuenta de servicios, un 34% a las rentas de la inversión y un 4% a transferencias corrientes. En los primeros seis meses de 1998 el déficit en cuenta corriente aumentó U\$S 2.068 millones (57%), al pasar de U\$S 3.649 millones en enero-junio de 1997 a U\$S 5.717 millones en igual período de 1998. Del incremento del déficit en cuenta corriente, 53% se debió a la cuenta mercancías y 39% a la renta de la inversión.

[\(Cuadro 5.1\)](#)

Entre abril y junio de 1998 la cuenta mercancías resultó deficitaria en U\$S 72 millones, mientras que en igual período de 1997 había presentado un superávit de U\$S 158 millones. La comparación interanual muestra que el valor de las exportaciones de bienes creció 6,1% a pesar de la caída de los precios de exportación. En tanto, las importaciones aumentaron 9,5%, con un importante crecimiento de las compras de bienes de capital.

[\(Gráfico 5.1\)](#)

Con respecto al segundo trimestre de 1997, el precio promedio de las exportaciones cayó aproximadamente 9%, en tanto que los volúmenes exportados crecieron cerca de 16%. Entre los bienes primarios y las manufacturas de origen agropecuario aumentaron los volúmenes físicos de colocaciones de semillas y frutos oleaginosos, cereales y residuos y desperdicios de la industria alimenticia. Dentro de las exportaciones de manufacturas de origen industrial, crecieron las ventas de automotores.

En cuanto a las importaciones de bienes se observó una caída de precios estimada en 4% y un aumento de alrededor de 14% en los volúmenes físicos, acompañando el alto crecimiento de la economía. La relación entre la tasa de crecimiento de las importaciones y la tasa de crecimiento del nivel de actividad siguió en línea con la tendencia decreciente que se observó en los últimos trimestres.

Es interesante señalar que la elasticidad de las importaciones tendría un comportamiento procíclico, aumentando con la aceleración del crecimiento y disminuyendo con la desaceleración y la caída. En el [Gráfico 5.2](#) puede apreciarse dicho efecto: en momentos de aceleración en el crecimiento, el cociente entre las tasas de crecimiento de las importaciones y del PIB por lo general también aumenta, y viceversa.

El déficit de la cuenta corriente y el aumento de U\$S 1.428 millones en las reservas internacionales del BCRA fue financiado con un ingreso neto de la cuenta financiera de U\$S 3.217 millones que, en un 75,6% fue originado por las operaciones del sector público (tanto no financiero como del Banco Central). En tanto, el sector privado no financiero (incluyendo los otros movimientos de capital) contribuyó con 32,3% mientras que el sistema financiero (excluido el Banco Central) tuvo un egreso neto de U\$S 254 millones.

Un elemento destacable en el período abril-junio de 1998 es el nivel de colocaciones de bonos que el Gobierno Nacional y del sector privado no financiero han realizado en los mercados internacionales.

El flujo de inversión extranjera directa en Argentina fue estimado en U\$S 1.144 millones para el segundo trimestre de 1998 manteniendo el dinamismo que venía presentando a pesar del impacto de la crisis asiática. En el primer semestre de 1998 las inversiones directas en el país alcanzaron los U\$S 2.495 millones, monto similar al estimado para el primer semestre de 1997. ([Gráfico 5.3](#))

Las operaciones de endeudamiento externo de largo plazo, públicas y privadas, permitieron cubrir las necesidades de recursos externos para la financiación del déficit en cuenta corriente, atender los vencimientos de deuda y los otros movimientos de capital y aumentar las reservas internacionales del Banco Central ([Cuadro 5.2](#)).

Por su parte, las reservas internacionales del sistema financiero (incluyendo las del Banco Central y los requisitos de liquidez en el exterior) aumentaron U\$S 926 millones, alcanzando a U\$S 30.919 millones al 30 de junio de 1998. ([Gráfico 5.4](#))

La deuda externa bruta al 30 de junio pasado fue estimada en U\$S 118.249 millones³ con un crecimiento de U\$S 3.451 millones en el trimestre y U\$S 8.078 millones en los primeros seis meses del año.

II. La Cuenta Corriente

El balance de bienes⁴

A pesar de la caída de precios internacionales se observó un incremento en la tasa de variación de las exportaciones, que venía descendiendo desde el primer trimestre de 1997. En cambio, la tasa de variación de las importaciones (que se mantuvo en niveles muy elevados durante 1997) continuó descendiendo después de la pronunciada caída registrada en el primer trimestre del corriente año.

De esta manera, en el primer semestre de 1998 las exportaciones de bienes alcanzaron a U\$S 13.531 millones y las importaciones a U\$S 14.781 millones. Así el déficit del balance comercial argentino se elevó a U\$S 1.250 millones, U\$S 1.101 millones más que en el primer semestre de 1997.

Las exportaciones de bienes

Las exportaciones de bienes crecieron 4,2% durante el primer semestre de 1998 con relación a igual período de 1997, a pesar del deterioro en los precios de los principales productos básicos exportables (excepto aceites).

([Gráfico 5.5](#) y [Cuadro 5.3](#))

En cuanto a los grandes rubros exportados entre enero y junio de 1998, se observa que el valor de las ventas externas de productos primarios y manufacturas de origen industrial crecieron 14,2% y 20,1%,

respectivamente, con relación a igual período de 1997. Por su parte, las exportaciones de manufacturas de origen agropecuario disminuyeron levemente (-2,8%). En tanto, las ventas al exterior de combustibles y energía cayeron significativamente (-32,5%), disminuyendo su participación en el total exportado de 13% en enero-junio de 1997 a 8% en enero-junio de 1998 ([Gráfico 5.6](#) y [cuadro 5.4](#)). Se destaca, en cambio, el aumento de la importancia relativa de las manufacturas de origen industrial en el total de exportaciones al pasar de 27% a 31% para los mismos períodos.

Exportaciones por tipo de bien

En la comparación interanual, las ventas externas de **productos primarios** (PP) aumentaron 14,2% (U\$S 513,9 millones), aunque sólo tres sectores presentaron tasas de variación positivas: semillas y frutos oleaginosos, resto de productos primarios y hortalizas y legumbres ([Cuadro 5.5](#)).

Dos tercios de las ventas totales de PP corresponden a cereales y semillas y frutos oleaginosos. Las exportaciones de **cereales** durante el primer semestre de 1998 cayeron un 3,7% con respecto a igual período del año anterior. Esta leve baja se explica por los menores precios en el mercado internacional del maíz (-8%) y del trigo (-25%). El aumento en los volúmenes exportados, particularmente de maíz, compensó parcialmente la caída de precios.

Las ventas de **semillas y frutos oleaginosos** mostraron un fuerte aumento (237,9%) durante el período analizado, aportando U\$S 494 millones adicionales. El incremento en el volumen de producción de soja elevó fuertemente los saldos exportables de dicho grano. El aumento de las exportaciones de soja provino en su totalidad de mayores volúmenes comercializados, ya que el precio internacional disminuyó 21%. El comportamiento favorable en las ventas de girasol, cuya participación en las oleaginosas no supera el 20%, se suma a la buena performance del sector en este período.

La mayor caída en el valor de exportaciones de PP se dio en el sector de **pescados y mariscos sin elaborar** (U\$S 98,4 millones). Si bien las ventas a la Unión Europea, MERCOSUR y NAFTA en conjunto aumentaron 33%, las ventas hacia el Resto del Mundo cayeron a menos de la mitad, disminuyendo su participación en el total del sector de 61% a 33% ([Cuadro 5.7](#)).

Por último, debe destacarse el significativo incremento de las exportaciones del **resto de productos primarios** (469,3%). Este dinamismo se explica por las mayores ventas de minerales (concentrado de cobre, litio y boratos diversos), que han sido el resultado de recientes inversiones extranjeras en el área de minería.

Las exportaciones del segundo gran rubro, **manufacturas de origen agropecuario** (MOA), cayeron 2,8% si comparamos las cifras interanuales. Excepto el de grasas y aceites, los principales sectores mostraron tasas de variación negativas en la comparación interanual.

Durante el primer semestre de 1998 las exportaciones de **grasas y aceites**, que representaron 30,6% de las ventas externas de MOA, aumentaron 21,6% debido a la suba en los precios de los aceites de girasol y de soja (26%). El aumento en el precio de los aceites oleaginosos se atribuye a la menor oferta de aceite de palma de Asia (principal competidor de las oleaginosas locales) frente a una demanda mundial creciente. Cabe señalar que los volúmenes exportados de aceite de soja no se incrementaron con respecto al período anterior, a pesar del gran aumento en la producción de soja.

Las ventas externas de residuos y desperdicios de la **industria alimenticia** descendieron 19,9% durante el primer semestre de 1998 con respecto a igual período del año previo. La disminución de las exportaciones de este rubro, segundo en importancia dentro de las MOA, se debió a que el aumento en las cantidades exportadas no alcanzó para compensar la fuerte tendencia a la baja registrada en los precios internacionales de pellets de soja (-39%) y de girasol (-30%).

Las exportaciones de **pieles y cueros** descendieron 10% entre enero y junio del corriente año. Las mayores ventas hacia el NAFTA, principal destino, no pudieron compensar los efectos de la caída de precios en el sector (-5%) y las menores exportaciones hacia otras regiones (Unión Europea y MERCOSUR).

El sector de **carnes** mostró una evolución desfavorable durante el período, ya que sus exportaciones cayeron un 19,7%. Dado que los precios locales de las carnes son elevados con relación a los precios mundiales, las colocaciones de nuestros productos en los principales destinos (Unión Europea, Estados Unidos y Brasil) han disminuido. Los cortes argentinos se han vuelto menos competitivos frente a los originarios de Australia y Nueva Zelandia. Estos países cuentan con un stock excedente de animales debido a que sus principales compradores, los países asiáticos, se vieron afectados por el efecto de la crisis financiera.

El gran rubro **manufacturas de origen industrial** (MOI) creció 20% en el primer semestre de 1998 en comparación con igual período de 1997, lo que significó un aumento de U\$S 696,6 millones, mostrando un crecimiento en las ramas más significativas del rubro.

El sector **material de transporte**, que concentra un tercio de las ventas, aumentó sus exportaciones en U\$S 456 millones. El 70% de este incremento correspondió al primer trimestre y responde a recientes instalaciones y ampliaciones de terminales automotrices, que destinan su producción al mercado externo. El 85% de las ventas se dirigieron a Brasil, país con el cual la Argentina tiene suscrito un acuerdo sectorial.

Las exportaciones de **productos químicos y conexos** se incrementaron un 31,8% en la comparación interanual, aportando U\$S 162,7 millones adicionales a la cuenta de mercancías. Explican este aumento las mayores ventas hacia el MERCOSUR, región que concentra la mitad de las exportaciones, y hacia el NAFTA, con Canadá como principal destino. Cabe aclarar que en este último caso el incremento se debió a una devolución de agua pesada a una empresa canadiense, que le había alquilado ese insumo a una central nuclear de la Argentina.

El sector de **metales comunes y sus manufacturas** creció 18% en los primeros seis meses del corriente año. El mayor dinamismo del sector se concentró en el primer trimestre; en efecto, entre enero y marzo se realizó la colocación en el exterior de los mayores volúmenes acompañando los más altos niveles de producción. La producción de laminados calientes, en particular, había aumentado un 22% en el primer trimestre con relación al mismo período del año anterior, ubicándose entre las ramas líderes.

En cuanto al último gran rubro, **combustibles y energía**, se registró una importante disminución en las ventas externas (32,5%), equivalente a U\$S 545,5 millones. Esta merma se explica por bajas en los precios del petróleo (-31%) y del gas natural (-14%). La caída de las exportaciones hacia MERCOSUR y Chile, en conjunto, suma U\$S 455 millones. Las menores ventas de gas a Chile se registraron recién a partir del segundo trimestre del corriente año.

Exportaciones por destino

(Cuadro 5.6) Si analizamos las exportaciones según el área geográfica se verifica que las ventas hacia los países industrializados (Unión Europea, EE.UU., Canadá y Japón) aumentaron 15,3%, en tanto las exportaciones al resto del mundo se estancaron.

En el caso de los países industrializados, el aumento de las exportaciones hacia la **Unión Europea y Japón** se explica por las mayores ventas de productos primarios. En efecto, las exportaciones de estos productos hacia la Unión Europea se incrementaron en U\$S 388 millones. Este comportamiento se debe a las mayores ventas de semillas y frutos oleaginosos y resto de productos primarios (básicamente minerales), que explican el 80% del aumento. En cuanto a Japón, el 74% de las exportaciones hacia ese país han sido productos primarios. Mientras que las ventas de este gran rubro crecieron significativamente (64%), las exportaciones de manufacturas disminuyeron 27%.

Las mayores exportaciones hacia **Estados Unidos y Canadá** estuvieron impulsadas por las manufacturas de origen industrial. El aumento de U\$S 126 millones se explica por las mayores ventas de productos químicos (incluida la devolución de agua pesada a Canadá por un valor de U\$S 60 millones), material de transporte y aparatos y materiales eléctricos.

El estancamiento de las exportaciones hacia los países menos industrializados se debió, por un lado, a una fuerte disminución en el valor de las exportaciones de combustibles hacia tales destinos, si bien compensada

en parte por mayores ventas en otros rubros y, por otro, a la fuerte caída de las ventas hacia Corea y los países asiáticos integrantes del ASEAN.

En el caso del **MERCOSUR**, las caídas en las ventas de combustibles (-52%) fueron compensadas por las mayores ventas de productos primarios (particularmente cereales y hortalizas y legumbres) y manufacturas de origen industrial (básicamente material de transporte), que sumaron U\$S 498 millones adicionales durante el primer trimestre de 1998 con relación a igual período del año previo.

Las menores exportaciones de combustibles hacia el **resto de los países de menor industrialización** (salvo Corea y los países del ASEAN), estimadas en U\$S 150 millones, fueron sobrepasadas por las mayores ventas de manufacturas (U\$S 239 millones), en primer lugar, y de productos primarios.

En cuanto a las exportaciones a **Corea** y a los países integrantes del **ASEAN**, si bien no representan más del 2% del total, la caída de las mismas sumó U\$S 246 millones. En el caso de Corea, las ventas fueron básicamente de productos primarios; en cambio, hacia los países del ASEAN el 70% de las exportaciones fueron de productos manufacturados.

Las importaciones de bienes

Durante el primer semestre de 1998, las importaciones F.O.B. de bienes aumentaron 12,5% respecto al mismo período de 1997.

[\(Cuadro 5.8\)](#)

Este crecimiento de las importaciones fue generalizado para todos los tipos de bienes, excepto **combustibles y resto**, que cayeron 11,9% y 20,4% respectivamente. La mayor tasa de crecimiento se registró en las **compras de bienes de capital** (24,7%). Le siguieron los **bienes de consumo** con 15,5 %, los **vehículos automotores de pasajeros** con 14,7% y los **bienes intermedios** con 9,8%. Cabe destacar el comportamiento de las **piezas y accesorios para bienes de capital** que registraron un leve incremento (2,8%) durante el primer semestre de 1998, diferenciándose claramente de lo ocurrido a lo largo de 1997 cuando crecieron a una tasa promedio de 34,9%.

Con relación al origen de las importaciones, el **MERCOSUR** fue el proveedor que más incrementó sus ventas con respecto al primer semestre de 1997 (18,9%). Este aumento fue impulsado por las importaciones de bienes de capital, que resultaron 46,5% mayores que en el primer semestre de 1997. Las compras de vehículos automotores de pasajeros aumentaron 41,1% y las de bienes de consumo, 20,7%.

[\(Cuadro 5.9\)](#)

Las importaciones provenientes del **NAFTA** aumentaron 10,9%, siendo el rubro de bienes de capital el de mayor crecimiento (14,8%), al igual que en el caso del MERCOSUR.

En el primer semestre de 1998, la **UNION EUROPEA** incrementó sus ventas a la Argentina en 5,2%. Los rubros que más aumentaron fueron los bienes de consumo (26,9%), bienes de capital (15,6%), bienes intermedios (4,6%) y resto (21,3%). En cambio, cayeron las de combustibles (-38,9%), piezas y accesorios para bienes de capital (-10,1%) y vehículos automotores de pasajeros (-2,5%).

Las importaciones asiáticas crecieron 42,5%, si bien su participación en el total (15,0%) es relativamente baja. Por otra parte, los países que lideraron este crecimiento fueron Japón y China, cuyas ventas crecieron 74% y 31%, respectivamente.

[\(Cuadro 5.10\)](#)

Si se compara la estructura de las importaciones del primer semestre de 1998 con la del primer semestre de 1997, se observa que el rubro de mayor importancia, **bienes intermedios**, redujo su participación en 1% para representar en 1998 un 32% del total de las compras argentinas al exterior. El segundo rubro en importancia, bienes de capital, incrementó casi 3 puntos su participación, llegando a representar el 28% del total de las importaciones argentinas. La importancia relativa de piezas y accesorios para bienes de capital disminuyó de 19% a 17%. Los demás rubros no mostraron significativos cambios en sus participaciones.

[\(Gráfico 5.7\)](#)

Los servicios reales

El déficit de la cuenta servicios reales alcanzó a U\$S 628 millones en el segundo trimestre de 1998, lo que representó un aumento de U\$S 54 millones (9,4%) con respecto a igual período del año anterior. Esta tasa de crecimiento, aunque levemente mayor que la registrada en el primer trimestre del año (7,1%), evidencia una desaceleración en el ritmo al que venía aumentando el déficit de los servicios reales durante 1997. Este comportamiento se debe básicamente al rubro **transportes**, que representa alrededor del 70% de los servicios reales del trimestre.

Los **fletes** arrojaron un déficit de U\$S 341 millones, con un aumento de U\$S 37 millones (12,2%) con respecto al segundo trimestre de 1997. El aumento del saldo negativo de esta cuenta se debe al incremento de las importaciones argentinas, lo cual implicó un aumento del nivel de fletes que, sumado a la pérdida de participación de los transportistas residentes en el mercado de transporte marítimo, ocasionó el aumento de los fletes pagados a compañías no residentes. No obstante, debido a la menor tasa de crecimiento de las importaciones de bienes, el aumento del déficit en fletes es inferior al que se venía registrando en 1997 y que, en promedio, había llegado a 27%.

El rubro **pasajes** acumuló un déficit de U\$S 170 millones, lo que representó un aumento de U\$S 9 millones (5,6%) con respecto a igual período del año anterior, evidenciando también una desaceleración de la tasa de crecimiento interanual, la cual en 1997 fue, en promedio, de 24%.

El déficit de **viajes**, que durante 1997 creció 12% en promedio, se estimó en el trimestre un 9,2% superior al del mismo período del año anterior, con tasas de crecimiento de los ingresos ligeramente superiores a las de los egresos (15,1% y 14,2% respectivamente).

Otro rubro destacable fue **otros servicios**, que más que duplicó su déficit al pasar de U\$S 24 millones en el segundo trimestre de 1997 a U\$S 55 millones en el segundo trimestre de 1998 debido, principalmente, al pago de comisiones del sector público por nuevas emisiones y desembolsos de préstamos.

Las rentas de la inversión

Durante el segundo trimestre de 1998 el déficit de la renta de la inversión fue de U\$S 1.182 millones, 15% superior al del mismo trimestre de 1997, debido al aumento de 30% en los pagos netos de utilidades y dividendos.

Los pagos netos de **intereses** se mantuvieron en los niveles del mismo período de 1997. Cabe señalar, sin embargo, que el cronograma de vencimientos de intereses del sector público no financiero para 1998 no recayó significativamente en el segundo trimestre⁵.

Por su parte, los mayores pagos de **utilidades y dividendos** siguieron básicamente la evolución de la renta de la inversión extranjera directa (IED).

[\(Cuadro 5.11\)](#) La **renta de la IED** en el país durante el segundo trimestre de 1998 fue de U\$S 650 millones, lo que significó un incremento de 26% con respecto al mismo trimestre de 1997. Asimismo, la renta del primer semestre de 1998 alcanzó a U\$S 1.306 millones, superando en un 26% al nivel del primer semestre de 1997. No obstante, se observa un comportamiento diferenciado entre el sector privado financiero y el no financiero: mientras que el primero muestra para el primer semestre una caída del 35% con respecto al mismo período del año 1997, el sector privado no financiero presenta un incremento del orden del 38%.

En líneas generales, a nivel agregado la renta de las empresas de IED acompaña (con algún período de rezago) los movimientos cíclicos de la actividad económica [\(Gráfico 5.8\)](#).

II. La cuenta capital y financiera

El Banco Central de la República Argentina

Durante el segundo trimestre de 1998, el Banco Central tuvo egresos netos por un valor de US\$ 61 millones, fundamentalmente por la amortización de deuda con el Fondo Monetario Internacional (FMI). En el período también se registró la cancelación de una operación de compra-venta de títulos públicos por US\$ 152 millones realizada a fines del mes de marzo, la cual fue compensada con nuevas operaciones con bancos del exterior por un total de US\$ 147 millones.

Las entidades bancarias (excluido el BCRA)

El sistema financiero arrojó para el segundo trimestre un egreso neto de US\$ 254 millones⁶ como consecuencia de aumentos en los activos externos superiores al de los pasivos.

Dentro de los activos, se destacaron el aumento de los saldos de corresponsalía, inversiones en cartera en títulos externos, préstamos y otros créditos⁷. Inversamente, se registró una disminución en las restantes disponibilidades en el exterior (excluyendo los saldos de corresponsalía) relacionada con la menor integración externa de requisitos de liquidez⁸ ⁹.

Por el lado de los pasivos, se observó la disminución de los depósitos de no residentes en US\$ 227 millones, y la cancelación de líneas de crédito por US\$ 579 millones. En cambio, fueron significativas la emisión de títulos de deuda por un valor de US\$ 393 millones que correspondió a dos entidades, y el crecimiento de las obligaciones diversas, en su mayor parte con contrapartida en rubros del activo. Las inversiones extranjeras directas bajo la forma de aportes y reinversiones de utilidades¹⁰ crecieron US\$ 42 millones, con aportes de US\$ 160 millones. Las reinversiones negativas por la distribución de utilidades alcanzaron a US\$ 123 millones¹¹.

El sector público no financiero

Las operaciones del sector público no financiero implicaron un ingreso neto en la cuenta financiera de US\$ 2.493 millones, debido básicamente a las operaciones del Gobierno Nacional, que totalizaron US\$ 2.407 millones.

El Tesoro Nacional efectuó colocaciones externas de nuevos bonos por US\$ 3.352 millones. Las emisiones se realizaron con una vida promedio de 14 años y una sobretasa de unos 360 puntos básicos, incluyendo una emisión en Euros a 30 años de plazo por el equivalente a US\$ 840 millones.

También el Gobierno Nacional registró el desembolso de préstamos de Organismos Internacionales por un monto de US\$ 254 millones, que en parte se traspasaron al financiamiento de gobiernos locales, y la compra de títulos públicos nacionales a no residentes por US\$ 977 millones.

Los gobiernos locales registraron un ingreso de US\$ 334 millones por las privatizaciones de las compañías de Electricidad de Mendoza y Obras Sanitarias de Mendoza.

El sector privado no financiero

El sector privado no financiero registró ingresos netos por US\$ 1.039 millones en el trimestre, incluyendo US\$ 1.617 millones por colocaciones netas de bonos y títulos, US\$ 768 millones por inversiones directas, y egresos netos por US\$ 1.236 millones de flujos no identificados (otros movimientos de capital). ([Cuadro 5.12](#))

El ingreso neto trimestral de fondos del sector fue elevado, aunque menor que las registradas durante los dos trimestres anteriores. En general, salvo contadas excepciones, los flujos netos del sector tienen un comportamiento inverso a la evolución del riesgo país.

Durante el período se registraron **colocaciones récord de bonos, obligaciones negociables y papeles comerciales** por parte de las empresas del sector privado no financiero, las que ascendieron a US\$ 2.500

millones, en 26 emisiones pertenecientes a 15 empresas. Las emisiones realizadas muestran un aumento de casi dos puntos porcentuales del rendimiento anual si son comparadas con las correspondientes al primer trimestre, si bien se observa también una extensión de la vida promedio, que estaba en 4,1 años y pasó a 7,4 años.

Los egresos netos de la cuenta **otros movimientos de capital** se explica en parte por la cancelación de préstamos puente de bancos obtenidos en períodos donde se registraron condiciones no propicias para la colocación de bonos en los mercados internacionales, por la venta de acciones y bonos públicos realizadas por no residentes en el mercado secundario, y por la capitalización de la renta estimada sobre los activos externos privados.

Los flujos de inversión extranjera directa en Argentina

El flujo de IED en el país durante el segundo trimestre de 1998 fue de U\$S 1.144 millones, levemente por debajo del nivel alcanzado en el primer trimestre del año. Este financiamiento fue en un 67% al sector privado no financiero, en 29% a gobiernos locales y el restante 4% al sector financiero. ([Cuadro 5.13](#))

Cabe destacar que dentro del sector privado no financiero se registraron flujos negativos por U\$S 320 millones, relacionados con disminuciones de la participación extranjera en empresas del sector transporte y comunicaciones. Considerando los ingresos brutos en concepto de aportes y cambios de manos, U\$S 862 millones, los sectores comercio, electricidad, gas y agua absorbieron el 43 % de dichos flujos.

El primer semestre de 1998 lleva acumulado un flujo de IED en el país de U\$S 2.495 millones, cifra equivalente a la del primer semestre de 1997 (U\$S 2.422 millones).

Durante el primer semestre de 1998, los ingresos de capital por IED en el país representaron el 44% del déficit en cuenta corriente y el 23 % de los requerimientos de financiamiento externo.

IV. Los activos y pasivos sobre el exterior

Los activos de reserva internacional

Al 30 de junio de 1998 las reservas internacionales del BCRA fueron de U\$S 23.405 millones, U\$S 1.428 millones más que al cierre del trimestre anterior. Este incremento se originó en una mayor integración de los requisitos de liquidez en el Banco Central y en menor medida en la renta por las colocaciones de los activos de reserva y las operaciones de compra-venta de divisas en el mercado. Las operaciones del Gobierno Nacional implicaron en el trimestre una salida neta de divisas del orden de los U\$S 282 millones.

Por su parte, si consideramos los montos de los activos de las entidades bancarias correspondientes a los requisitos de integración constituidos en el exterior, el monto de activos de reservas internacionales (sin incluir la tenencia de títulos públicos) se eleva a U\$S 30.919 millones al 30 de junio, con un aumento de U\$S 926 millones en el trimestre.

La deuda externa

La deuda externa bruta a fines del mes de junio pasado totalizó U\$S 118.249 millones¹², con un aumento respecto del trimestre anterior de U\$S 3.451 millones, equivalente al 3%. ([Cuadro 5.14](#))

El aumento en el endeudamiento del sector público por préstamos y nuevas emisiones netas de títulos, fue atenuado por la venta neta de no residentes en el mercado secundario de bonos públicos (U\$S 496 millones en valores nominales residuales) y por la recompra de títulos públicos realizadas por el Gobierno Nacional¹³ (U\$S 1.025 millones en valores nominales residuales). En cambio, no fue significativo en el trimestre el efecto de las variaciones de los tipos de pase de las monedas respecto a la moneda de cuenta.

Con respecto al aumento de la deuda privada no financiera, U\$S 1.511 millones, la misma se origina en la colocación récord de bonos en los mercados internacionales, comentada precedentemente.

Finalmente, el aumento de U\$S 867 millones de los pasivos con no residentes del sistema financiero (excluido el Banco Central), obedece a las operaciones con contrapartida en los activos externos del sistema por operaciones a liquidar y de pase, que aumentaron en el período en U\$S 1.338 millones.

1 La evolución del riesgo soberano y las caídas de los valores bursátiles han sido el común denominador para la región.

2 Las estimaciones del balance de pagos se encuentran en proceso de revisión y actualización. Entre las series a incorporar figuran las de deudas directas del sector privado y sus rentas, inversiones de no residentes en acciones y sus rentas, inversiones directas en el exterior del sector privado no financiero argentino y sus rentas, y honorarios de operadoras en empresas privatizadas. También se encuentran en revisión series como viajes, regalías y seguros y el método de cálculo residual de los activos externos del sector privado no financiero y sus rentas. Cuadros con información adicional se encuentran disponibles en el folleto "Estimaciones trimestrales del balance de pagos y de activos y pasivos externos 1997 y primero y segundo trimestres de 1998." La dirección de Internet es "<http://www.mecon.gov.ar/progeco/caratul.htm>."

3 Sin incluir la deuda directa del sector privado no financiero e incluyendo obligaciones del sector público con colateral en bonos cupón cero y obligaciones del sector financiero con contrapartida en activos.

4 Algunos de los totales que se presentan en los cuadros de esta sección no coinciden exactamente con los datos presentados en el Cuadro 5.1 y en "Estimaciones Trimestrales del Balance de Pagos y de Activos y Pasivos Externos 1997 y primero y segundo trimestre de 1998" por problemas de redondeo.

5 En el primer trimestre de 1998 la distribución de tales vencimientos afectó fuertemente la estimación del débito de intereses.

6 Las cifras de préstamos y otros créditos y las obligaciones diversas deben tomarse en forma neta, dado que en el activo hay operaciones de pase que contablemente reflejan un derecho y tienen como contrapartida en el pasivo el registro de la obligación futura en el rubro obligaciones diversas.

7 El rubro préstamos y otros créditos refleja colocaciones de excedentes de liquidez, operaciones de pases, de cobertura y a liquidar. Estas últimas tienen su contrapartida en el registro de obligaciones diversas.

8 Al considerar los saldos al cierre del trimestre, la integración de los requisitos de liquidez está influida por los movimientos que se realizan el último día, donde bancos con excesos de integración, efectúan una reasignación de cortísimo plazo en otro tipo de activos.

9 En mayo de 1998 el Banco Central habilitó a las entidades financieras a constituir localmente requisitos de liquidez en certificados de depósitos a plazo adquiridos por el propio BCRA a bancos del exterior (ver capítulo Dinero y Bancos).

10 No se incluyen las compra-ventas accionarias que corresponden a operaciones del sector privado no financiero.

11 La rentabilidad de las entidades que cuentan con inversión extranjera directa fue de 4,4% en promedio para el trimestre, nivel similar al del trimestre anterior. Cabe destacar que el grupo de firmas que obtuvieron ganancias en el período alcanzaron un retorno sobre el patrimonio del 10% anualizado, frente al -14% de las entidades con quebrantos.

12 Este monto incluye obligaciones de capital del sector público por U\$S 10.278 millones con colateral en bonos cupón cero, y U\$S 7.957 millones de pasivos bancarios con contrapartida en cuentas del activo. Por otro lado, no se incluyen las deudas con bancos del exterior, proveedores y agencias oficiales del sector privado no financiero, en proceso de relevamiento.

13 Relacionadas con operaciones de financiación mediante la venta y posterior compra de títulos públicos en cartera.



FINANZAS PUBLICAS

I. Resultado del Sector Público Nacional No Financiero

En el segundo trimestre de 1998 el resultado global del Sector Público Nacional No Financiero (SPNNF) base caja, que incluye a las empresas públicas y las cajas provinciales transferidas a la Nación, fue deficitario en \$ 381,9 millones. Este resultado significa una mejora de \$ 541,7 millones con relación al déficit global de igual período de 1997. Excluyendo el pago de intereses, que ascendió a \$ 1.549,7 millones, las operaciones del SPNNF arrojaron un superávit primario sin privatizaciones de \$ 1.158,6 millones; en tanto, en igual período de 1997 se había registrado un resultado positivo de \$ 672,5 millones ([Cuadro 6.1](#) y [Gráfico 6.1](#)).

La mejora en el resultado global fue consecuencia del incremento de \$ 665,7 millones en los ingresos totales, que superó al aumento de \$ 124 millones en el total de gastos (corrientes y de capital).

Los ingresos corrientes evolucionaron en forma favorable, mostrando un incremento de \$ 641 millones. El aumento de los recursos corrientes se debe fundamentalmente al incremento interanual de 7,4% en la recaudación tributaria (\$ 753,1 millones) que está explicada por el adelantamiento de los anticipos del impuesto a las ganancias y bienes personales y por el incremento del nivel de actividad y de las importaciones. Los ingresos no tributarios, por su parte, tuvieron un crecimiento interanual de \$ 136,2 millones, mientras que los ingresos de capital fueron \$ 24,7 millones superiores a los de igual trimestre de 1997.

Los gastos corrientes se incrementaron en \$ 254,8 millones debido, fundamentalmente, a las mayores transferencias a provincias, las cuales están vinculadas al incremento en la recaudación. Por su parte, las erogaciones de capital disminuyeron en \$ 130,8 millones, tanto por un menor nivel de gasto en inversión real directa como por menores transferencias de capital a provincias. Es así que el gasto total tuvo un crecimiento interanual de sólo \$ 124 millones (0,8%).

Con respecto a la meta de déficit fiscal para el primer semestre de 1998 pactada en el Acuerdo de Facilidades Extendidas con el Fondo Monetario Internacional (FMI)¹, se registró un sobrecumplimiento de \$ 204,6 millones ([Cuadro 6.2](#))². Considerando tal exceso, el déficit para la segunda mitad del año no debe ser superior a \$ 1.904,6 millones.

II. Ingresos Corrientes del Sector Público Nacional No Financiero

Los ingresos corrientes del segundo trimestre de 1998 totalizaron \$ 14.713,4 millones ([Cuadro 6.1](#)), reflejando un incremento interanual de 4,6% (equivalente a \$ 641 millones). Dicho aumento respondió, fundamentalmente, a la suba de 7,4% -\$ 753,1 millones- en los ingresos tributarios y a la evolución favorable de los ingresos no tributarios por la liberación de garantías de los bonos Brady y los ingresos por canon del Correo Argentino.

Estos incrementos más que compensaron la disminución registrada en los ingresos por contribuciones a la seguridad social y los menores ingresos por operación de las empresas públicas³.

II.1 Ingresos Tributarios de la Administración Nacional ⁴

La recaudación tributaria de la Administración Nacional en el segundo trimestre de 1998 fue de \$ 13.220,8 millones⁵, que resulta un incremento nominal de 6,2% (\$ 771,6 millones) con respecto a abril-junio de 1997, siendo el octavo trimestre consecutivo con tasas de variación de la recaudación positivas. Tuvieron un impacto favorable en la recaudación el adelantamiento de anticipos y los mayores saldos de declaración jurada de los impuestos a las ganancias y bienes personales, el aumento del nivel de actividad y de las importaciones. Un efecto contrario causaron las modificaciones de orden administrativo introducidas en los regímenes de retenciones y percepciones del impuesto al valor agregado, la disminución de los ingresos por regímenes de facilidades de pago y la reducción de la tasa de estadística. ([Cuadro 6.3](#))

Evolución por impuesto

Durante el segundo trimestre de 1998 la recaudación del impuesto al valor agregado (IVA), neto de reintegros y devoluciones, registró un incremento nominal de 3,8% con respecto a igual período de 1997, impulsada por el mayor nivel de actividad (las ventas gravadas de los grandes contribuyentes crecieron 8% en los cinco primeros meses del año). También contribuyeron a la mayor recaudación, el incremento de las importaciones y la estabilidad en el monto de las devoluciones. Las modificaciones en los regímenes de retención y percepción tuvieron un impacto negativo en la recaudación; por ejemplo, en el caso de la percepción sobre importaciones las excepciones otorgadas resultaron en una disminución de la tasa efectiva sobre la base imponible, la que se redujo del 4,3% en el segundo trimestre de 1997 a 3,4% en igual período del corriente año.

La recaudación del impuesto a las ganancias alcanzó un nuevo nivel récord en este trimestre, con una tasa de crecimiento interanual de 17 %. El aumento en la recaudación está relacionado no sólo con el adelantamiento de los anticipos sino también con el incremento considerable que se viene registrando en los ingresos por retenciones y percepciones. El adelantamiento en el cronograma de anticipos de la empresas generó recursos adicionales por aproximadamente \$ 230 millones. De todas formas, cabe destacar que los saldos de declaración jurada de las sociedades fueron 11% superiores a los del año anterior y que el monto del impuesto determinado tuvo un incremento interanual del 26%.

Los ingresos derivados de la seguridad social registraron, en el segundo trimestre de 1998, una disminución de 3% con relación al mismo trimestre de 1997. Esta evolución es el resultado de varios factores: los menores ingresos por regímenes de facilidades de pago dada la finalización de algunos planes, la disminución de los aportantes al sistema de reparto - que es una tendencia que se registra desde el inicio del nuevo sistema-, y la disminución del total de aportantes autónomos, cuya tasa de morosidad continúa en aumento.

En la recaudación del impuesto sobre los combustibles y gas en el período abril-junio de 1998 se observó un incremento de 2,7%. Sin embargo, este aumento se debe al mecanismo de pago del impuesto, ya que el impuesto determinado disminuyó un 3,7%. Por otra parte, la base imponible de este impuesto viene sufriendo una disminución constante como consecuencia de la caída de las ventas de naftas. Esta tendencia se acentuó en este trimestre, período en el que las ventas disminuyeron un 7%. Las ventas de gas-oil, en cambio, se incrementaron un 6,4%.

En el segundo trimestre de 1998 se produjo el pago del primer anticipo del período fiscal 1998 del impuesto sobre los bienes personales. Este año correspondió ingresar por esta concepto el 30% del impuesto determinado, mientras que el año pasado el porcentaje ingresado como primer anticipo fue de 18%. Este hecho, unido al incremento del 10% en el monto del impuesto determinado, resultó en un crecimiento interanual de 45,4% en la recaudación.

La recaudación en concepto de impuestos sobre el comercio exterior, en el segundo trimestre de 1998, tuvo un incremento nominal de 3,9 % con respecto a abril-junio de 1997. La evolución de la recaudación es el resultado del aumento en el nivel de importaciones -cerca del 9%- que resultó contrarrestado por una disminución de la tasa efectiva (de 9,2% a 8,6%). Esta disminución es consecuencia de la reducción de la tasa de estadística y de los derechos de importaciones -previstos en el cronograma de convergencia al Arancel Externo Común del MERCOSUR-, que fueron parcialmente compensadas por el aumento de tres puntos en los derechos de importación extrazona. ([Gráficos 6.2](#))

III. Gastos del Sector Público Nacional No Financiero

En el [Cuadro 6.1](#) puede observarse que el gasto corriente del SPNNF en el segundo trimestre de 1998 ascendió a \$ 14.226,3 millones, un monto 1,8% superior al de igual trimestre de 1997.

En cuanto a la estructura de los gastos corrientes, el 59,5% lo constituyeron, en conjunto, las prestaciones de la seguridad social (29%) y las transferencias a las provincias (30,5%). El pago de remuneraciones continuó disminuyendo su participación con relación a la que presentaba en el segundo trimestre de 1997 (pasó del 12,8% al 11,4%), mientras que los intereses pagados disminuyeron ligeramente la suya, de 11,4% a 10,9%.

Los gastos de consumo y operación disminuyeron \$ 193,2 millones, básicamente por las menores erogaciones en concepto de remuneraciones. Esta disminución de la partida remuneraciones se debe a que en el segundo trimestre de 1997 el Tesoro había abonado \$15,4 millones por salarios y \$ 72,7 por indemnizaciones del Fondo de Reversión Laboral. Por otra parte, las empresas públicas tuvieron menores gastos por la privatización del Correo Argentino. Además, existen cambios en la imputación de los gastos del Instituto Nacional de Servicios Sociales para Jubilados y Pensionados.⁶

Las transferencias corrientes aumentaron \$ 400,8 millones como resultado fundamentalmente del incremento de \$ 341,2 millones de las transferencias a provincias. Las transferencias al sector privado tuvieron un alza interanual de \$ 65,5 millones debido al cambio antes comentado en la imputación de los gastos del INSSJyP y al aumento del gasto en programas de empleo.

Los gastos de capital fueron \$ 130,8 millones menores que en el período abril-junio de 1997. El 85% de esta disminución corresponde a transferencias de capital a provincias, debido a una menor transferencia por la distribución de combustibles.

IV. Deuda pública

El [Cuadro 6.4](#) muestra que la deuda pública argentina, al 30 de junio de 1998, alcanzaba a \$ 105.113 millones. Si se compara con el saldo de deuda del sector público al 31 de marzo de 1998, el incremento del endeudamiento resulta de \$ 3.804 millones. Sin embargo, no corresponden a operaciones del período: la consolidación de deudas no instrumentadas (\$ 268 millones) y las diferencias de cambio (\$ 2 millones). Además, \$ 153 millones corresponden a la capitalización de intereses de títulos y bonos que comenzarán a pagar intereses en el futuro.

En el período abril-junio de 1998 el sector público nacional tomó deuda por \$ 4.315 millones y canceló deuda (amortizaciones) por \$ 2.968 millones, lo que arrojó un endeudamiento neto de \$ 1.347 millones. Adicionalmente, renovó Letras de Corto Plazo con vencimiento dentro del año por \$ 2.034 millones.

La deuda pública clasificada por tipo de acreedor ([Cuadro 6.5](#)) presenta la siguiente distribución: el 74% (\$ 76.236 millones) corresponde a bonos y títulos públicos (de los cuales 89,2% están denominados en moneda extranjera). Con organismos multilaterales, la deuda asciende a \$ 16.383 millones (15,9% del total) y la deuda bilateral asciende a \$ 7.500 millones (7,3% del total).

V. Provincias: Distribución de los recursos de origen nacional

En el primer semestre de 1998 el total de recursos de origen nacional transferidos a los gobiernos provinciales fue de \$ 9.404,2 millones, valor 4,7% superior al del transferido en el primer semestre de 1997. El 89,8% de ese total correspondió a transferencias de distribución automática, \$ 219 millones (2,3%) a transferencias no automáticas y el resto a otras transferencias.

V.1 Transferencias de distribución automática

Durante el período enero-junio del corriente año, las jurisdicciones provinciales recibieron \$ 8.443,4 millones en concepto de transferencias de distribución automática y cláusula de garantía ([Cuadro 6.6](#)), lo que implica un aumento de 5,9% (\$ 446,9 millones) con respecto a igual período de 1997.

Las causas de tal evolución fueron los incrementos en el régimen de Coparticipación Federal (5,5%), que posibilitaron cumplir con el monto garantizado sin recurrir a la cláusula de garantía. También resultaron importantes los aumentos en la distribución del impuesto a los bienes personales y a las ganancias debido a los cambios en el régimen de anticipos. En el caso del impuesto a las ganancias, la buena performance de la recaudación permitió cambiar la modalidad de distribución del Excedente del Fondo del Conurbano, que se realizó desde principios de año. El [Cuadro 6.7](#) presenta una distribución por provincias de estas transferencias de distribución automática.

V.2 Otras transferencias

Además de las transferencias de distribución automática, las provincias recibieron de la Nación transferencias no automáticas por un monto que, acumulado a junio de 1998, alcanzó a \$ 219 millones, con un crecimiento de 13,8% con respecto a enero-junio de 1997. De ese total, al Fondo de Aportes del Tesoro Nacional (ATN), le correspondieron \$ 179,7 millones.

La distribución de estas transferencias entre las provincias se presenta en el [Cuadro 6.8](#).

VI. Situación fiscal de las provincias

La dificultad de obtener estadísticas a nivel de provincias con rezagos similares a las de la administración nacional impide presentar cifras de resultados fiscales consolidados con una demora razonable.

Por ello, el seguimiento de la coyuntura fiscal de la Argentina se hace usualmente a través del sector público a nivel nacional, cuyo resultado es de más rápida disponibilidad.

Sin perjuicio de ello, la situación fiscal de las provincias viene presentando una evolución ordenada y con magnitudes de déficit que no hacen temer la aparición de desbordes que puedan comprometer el andamiaje fiscal de la Argentina. Como se verá a continuación, en 1997 el sector público provincial generó un déficit de \$ 1.217 millones, que es una magnitud equivalente al 28% de la que generó el sector público nacional. Por otra parte, el stock total de deuda consolidada de las provincias al 31 de diciembre de 1997 representó el 52% de los recursos totales ingresados ese año, mientras que la misma relación es de alrededor del 180% en el sector público nacional.

VI.1 Sector Público Provincial en 1997 ⁷

En el año 1997 se observa una importante mejora en el resultado de las cuentas públicas provinciales. La necesidad de financiamiento se redujo de \$ 1.778,3 millones en 1996 a \$ 1.217,2 millones en 1997 ([Cuadro 6.9](#)).

Esta mejora es resultado de que el crecimiento de \$ 2.579 millones (9%) en el total de recursos y aportes superó al incremento de \$ 2.018 millones (6,7%) del gasto total.

El incremento en los ingresos corrientes se registró tanto en los de jurisdicción provincial (7,3%) como en los de jurisdicción nacional (11,5%). El aumento de los recursos y aportes de origen nacional representó, en 1997, el 62,5% de la variación de los ingresos totales.

Los recursos corrientes de origen provincial aumentaron \$ 847,9 millones como consecuencia de la mayor recaudación tributaria. En efecto, ésta registró un incremento interanual de \$ 1.027 millones debido, fundamentalmente, al aumento en el nivel de actividad, lo cual repercute directamente en la recaudación del impuesto a los ingresos brutos que es el impuesto de mayor relevancia (su participación en el total de la recaudación fue de aproximadamente el 57% en 1996 y 1997), seguido en importancia por el impuesto inmobiliario (con una participación del 18%).

La caída de \$ 59,6 millones en los ingresos no tributarios está explicada por los menores ingresos en concepto de tarifas debido a la paulatina privatización y concesión de los servicios públicos.

El gasto total tuvo un incremento de \$ 2.017,9 millones (6,7%). El 98,5% de esta variación corresponde a las erogaciones corrientes. Las variaciones más significativas fueron en las partidas personal y transferencias. El aumento en remuneraciones está relacionado con la recomposición salarial realizada en varias jurisdicciones. Entre las transferencias, cabe destacar el incremento de \$ 684,7 millones en la partida otras transferencias, que se debió fundamentalmente a los mayores aportes realizados a municipios con destino a políticas sociales y obras de infraestructura.

Las erogaciones de capital presentan un incremento de \$ 30,5 millones respecto de 1996, como resultado, por un lado, del aumento de \$ 552 millones en inversión real y, por otro, de la caída de \$ 505 millones en la inversión financiera, en este caso como resultado de la desaceleración de la asistencia a bancos provinciales por la culminación del proceso de saneamiento y privatización.

Debajo de la línea de necesidad de financiamiento, dentro de la variación de activos se destaca el ingreso de \$ 529,9 millones proveniente de privatizaciones de empresas públicas, que tuvieron como destino el financiamiento de obras públicas y del déficit corriente.

VI.2 Endeudamiento Provincial

El endeudamiento provincial durante 1997 estuvo regido por las condiciones financieras generales. Es así que se pueden diferenciar dos períodos. Hasta el mes de setiembre prevalecieron condiciones similares a las del último semestre de 1996 cuando los mercados ofrecían facilidades y condiciones favorables. En el último trimestre del año, la crisis en las bolsas asiáticas comenzó a repercutir en los mercados produciendo una fuerte contracción en la oferta de financiamiento. En efecto, varias jurisdicciones que habían encarado la emisión de Títulos Públicos se vieron obligadas a posponer la colocación.

El stock de deuda consolidado de las 24 jurisdicciones ascendió al 31/12/97 a \$ 16.126 millones, con una reducción de \$ 1.091 millones con respecto a lo adeudado a fines de 1996. Esta variación se explica, básicamente, por la disminución de la deuda de la provincia de Buenos Aires (\$ 1.788 millones) que fue compensada parcialmente por el incremento ocurrido en otras jurisdicciones. El stock total de deuda consolidada representa el 52,1% de los recursos del año 1997. ([Cuadro 6.10](#))

Hacia fines de 1996 había comenzado a cambiar el perfil de la deuda provincial, logrando en general mejores condiciones en cuanto a plazos y tasas de interés. A pesar del alivio financiero que esto significó para las provincias, algunas continuaron experimentando déficits y otras se endeudaron para la realización de obras públicas. Por ello, si se excluye la provincia de Buenos Aires, se produjo un incremento en el nivel de endeudamiento total.

Principales componentes del stock de deuda

Se observa una fuerte recurrencia de las provincias al endeudamiento con entidades financieras, aprovechando las condiciones favorables del mercado durante la primera parte de 1997 y por la ventaja que representa el tipo de garantías que las provincias ofrecen (afectación de recursos coparticipados). Igualmente, el nivel de stock de este tipo de deuda ha disminuido 28,5% si se lo compara con 1996. Esta disminución tiene como principal causa la cancelación de la deuda de la provincia de Buenos Aires con su banco provincial. Casi el 50% de la deuda con entidades financieras se concentra en las provincias de Río Negro, Formosa, Corrientes, Córdoba, Misiones y Mendoza.

El componente de títulos públicos es el que ha mostrado mayor crecimiento. El stock consolidado representa el 23,2% del total de la deuda. Las provincias con mayor stock de deuda en títulos son Buenos Aires y Tucumán, llegando casi al 50% de su deuda total.

La deuda con organismos internacionales está integrada principalmente por los compromisos del Programa de Privatización de Bancos Provinciales. El resto del stock lo constituyen préstamos otorgados por el BID y el BIRF para obras de infraestructura y reforma de los estados provinciales. ([Cuadro 6.11](#))

VII. Proyecto de Ley de Presupuesto para 1999

En septiembre de 1998 el Poder Ejecutivo Nacional volvió a elevar en tiempo y forma al Congreso de la Nación el Proyecto de Ley de Presupuesto de la Administración Nacional, esta vez para el ejercicio 1999.

El principal objetivo de las políticas presupuestarias para 1999 es el de contribuir al logro de la satisfacción de las necesidades que la sociedad manifiesta tener, adecuando los gastos públicos a la generación de recursos

pero teniendo como premisa fundamental la reducción del déficit fiscal y el cumplimiento de los compromisos contraídos por la Nación. Para ello, se procura obtener una mayor eficiencia en la asignación de los recursos y garantizar el financiamiento de los gastos destinados a salud, educación, seguridad y asistencia social y trabajo.

La política presupuestaria para los próximos ejercicios fiscales consistirá en evidenciar un menor déficit en las cuentas públicas, en consonancia con los compromisos asumidos oportunamente para el trienio 1998-2000, aún cuando la reducción del desequilibrio financiero de años anteriores se encuentra limitada por el aumento en el servicio de la deuda pública.

Manteniendo la actual estructura de recaudación, se proyectó para 1999 que el total de los recursos tributarios del sector público nacional no financiero crecería 5,6% (\$ 2.288,0 millones) con respecto a 1998. De ese crecimiento, el 92% corresponde a la implementación gradual de la reforma tributaria, que aportará \$ 400 millones y a las estimaciones de aumento en el impuesto al valor agregado, el monotributo y los impuestos al comercio exterior.

La proyección del gasto total del sector público nacional no financiero aumenta por efecto de los intereses de la deuda pública, mientras que el gasto primario prácticamente no varía. En términos del PIB tanto el gasto total como el primario disminuyen en la comparación interanual; el primero pasa de 18,3% en 1999 a 17,6% en 1998 y, el segundo, de 16,3% a 15,5%.

Dado que se proyecta un incremento de los recursos por encima del aumento de los intereses de la deuda pública, se estima una disminución de la brecha fiscal: el resultado del sector público no financiero (SPNF), base devengado, pasa de -1,18% del PIB en 1998 al -0,97% del PIB en 1999 (\$ 3.491,0 millones).

La estabilidad económica alcanzada permite efectuar proyecciones presupuestarias plurianuales (1999-2001), que hacen posible tener un horizonte fiscal predecible, necesario para el análisis y las decisiones de mediano plazo. Tales proyecciones son compatibles con las realizadas a nivel macroeconómico ([ver Anexo de Proyecciones Macroeconómicas 1998 - 2001, en este Informe Económico](#)). A continuación sólo se presentan los aspectos más relevantes del Proyecto de Ley de Presupuesto para 1999 de la Administración Pública Nacional y del consolidado del sector público nacional no financiero⁸. ([Cuadro 6.12](#))

VII.1 Administración Nacional

Resultado Financiero

El Proyecto de Ley de Presupuesto prevé un total de gastos de \$ 49.299,4 millones y un total de recursos de \$ 45.702,6 millones. Esto arroja un resultado financiero negativo de \$ 3.596,8 millones, que implica el 1% del PIB y una reducción del 12% con respecto a 1998. Debe destacarse que dicho resultado incluye un déficit de \$ 1.211,3 millones correspondientes a las ex-cajas provinciales de jubilaciones transferidas a la Nación que representan cerca del 34% del resultado negativo.

Existen factores estructurales que influyen en el resultado financiero en forma significativa:

La reforma del sistema previsional llevada a cabo por el Gobierno en ejercicios fiscales recientes derivó aportes de los contribuyentes al sistema de administración privado. El costo fiscal de dicha reforma se mantendrá hasta que se alcance a materializar el ahorro buscado con la implementación de la misma.

La transferencia de los sistemas previsionales de doce cajas provinciales, cuyo impacto ya se expuso en párrafos precedentes.

Las transferencias que legalmente corresponden a las provincias.

El retorno de Argentina a los mercados voluntarios de deuda ha tenido como efecto una mayor carga por intereses explícitos, aun cuando se han extendido los plazos de vencimiento y se ha reducido significativamente la tasa de riesgo país hasta octubre de 1997, cuando comenzó a expandirse la actual crisis internacional.

El resultado financiero primario de la Administración Nacional fue proyectado para 1999 con un superávit que asciende a los \$ 4.047,5 millones.

Recursos

El incremento de los recursos estará influido por el aumento del nivel de la actividad económica, por las mejoras introducidas y a implementarse en la administración tributaria y por la reforma impositiva. En virtud de encontrarse el proyecto de reforma con media sanción, no se incorporaron los efectos de su implementación gradual, en forma específica, en cada impuesto alcanzado por la misma, sino que globalmente se incluyeron \$ 400 millones sobre la base de las proyecciones realizadas.

Los recursos tributarios del Sector Público Nacional (\$ 43.237,9 millones) y los de la Administración Nacional (\$ 29.122,7 millones) se incrementan en 5,6% y 6,3%, respectivamente, de acuerdo al detalle por impuesto que se presenta en el [Cuadro 6.13](#).

Las contribuciones de la Seguridad Social aumentarán 0,6%, alcanzando los \$ 12.018,7 millones, debido a la incorporación de nuevos aportantes al sistema, en función del crecimiento esperado en el nivel de empleo. Este crecimiento absorberá el efecto negativo de la continuidad del traspaso de cotizantes al sistema de capitalización. En cuanto a las ex-cajas previsionales provinciales transferidas a la Nación, los únicos recursos estimados se originan en las contribuciones patronales y personales. [Cuadro 6.14](#)

Los recursos de capital incluyen \$ 600 millones provenientes del producido de la venta de las acciones del Banco Hipotecario Nacional.

Gastos

El total de los gastos previstos para 1999 es el 13,7% del PIB mientras que el de 1998 era de 14,3% del PIB. A nivel de gasto primario, sin incluir los intereses de la deuda, las relaciones respecto del PIB presentan también una disminución, ya que pasan del 12,3% en 1998 al 11,5% en 1999. Puede observarse un significativo esfuerzo del Gobierno Nacional por mantener constante el total del gasto "controlable". [Cuadro 6.15](#)

Si se analiza la distribución del gasto según las finalidades que tiene a su cargo el Estado, se observa que la mayor participación corresponde a los Servicios Sociales, en los cuales tiene una incidencia significativa el presupuesto para Seguridad Social (\$ 20.344,9 millones; 41,3% sobre el total de gastos del proyecto de Ley de Presupuesto).

VII.2 Sector Público Nacional No Financiero

El Presupuesto Consolidado del Sector Público Nacional no Financiero no incorpora a las instituciones financieras del Gobierno Nacional, ni a las Provincias y Municipios, excepto las ex-cajas previsionales provinciales transferidas al sistema nacional cuyos presupuestos se encuentran, ahora, integrados a la órbita del Sector Público Nacional.

En este presupuesto se incluyen, en los ingresos tributarios y en los gastos por transferencias corrientes de la Administración Nacional, los recursos coparticipados a las provincias. Esta incorporación se ha efectuado con el objeto de poder observar la presión tributaria global del Sector Público¹⁰. [Cuadro 6.16](#)

Para 1999 se proyecta un resultado financiero global deficitario de \$ 3.491,0 millones (0,97% del PBI), lo que implica una disminución de 12,7% con respecto a 1998. Un 63% de tal déficit es generado por la Administración Nacional y 34,7% por el conjunto de cajas previsionales absorbidas por la Nación. Deduciendo el pago de los intereses de la deuda (\$ 7.644,3 millones) resulta una proyección de superávit primario que alcanza a \$ 4.153,3 millones.

Los recursos totales proyectados para 1999 se elevan a \$ 59.981,4 millones (16,6% del PIB). Si se excluyen los recursos coparticipados a las provincias, se observa que el 98,1% lo recauda la Administración Nacional, el 1,5% las ex-cajas provinciales y el resto las empresas públicas.

Las erogaciones totales del Consolidado del Sector Público Nacional no Financiero ascienden a \$ 63.472,4 millones (17,6% del PIB). Descontando los recursos coparticipados a las provincias, los gastos correspondientes a la Administración Nacional (sin ex-cajas provinciales) significan el 95,9% del total. Con respecto a 1998, los gastos totales crecen 2,5%, en tanto que los gastos primarios aumentan menos de 1%.

1 El resultado fiscal acordado no incluye el ingreso por privatizaciones pero sí considera el resultado cuasifiscal del BCRA y el déficit de las cajas provinciales transferidas a la Nación.

2 El acuerdo con el FMI incluye como meta un déficit fiscal para 1998 de \$ 3.500 millones, que se distribuye trimestralmente de la siguiente forma: para el primer trimestre \$ 1.400 millones, para el segundo \$ 400 millones, \$ 950 millones para el tercero y para el último \$ 750 millones.

3 La privatización del Correo Argentino tiene como resultado un incremento en la partida Ingresos No Tributarios y una disminución en la de Ingresos de Operación.

4 El siguiente texto se basa en el análisis efectuado en el Informe sobre Recaudación Tributaria del Segundo Trimestre de 1998 de la Dirección Nacional de Investigación y Análisis Fiscal.

5 Este valor de recursos tributarios corresponde a lo recaudado por la DGI, la ANA y el sistema de seguridad social (las asignaciones familiares son registradas por su valor neto). En el Cuadro 6.1, en cambio, las partidas «ingresos tributarios» y «contribuciones a la seguridad social» incluyen, además de aquéllas, otras fuentes de recaudación (básicamente, Fondo del Tabaco, Fondo de Energía Eléctrica y aportes y contribuciones de los sistemas previsionales de las Fuerzas Armadas y de Seguridad) y consideran el valor bruto de las asignaciones familiares.

6 Ver Informe Económico N° 25, del primer trimestre de 1998.

7 El siguiente texto se basa en el análisis realizado en el Informe Económico Regional - Julio de 1998 de la Subsecretaría de Programación Regional.

8 Cabe aclarar que desde 1998 el mensaje del Presupuesto Nacional incluye un esquema ahorro-inversión del sector público nacional con proyecciones a tres años.

9 Los recursos tributarios del sector público nacional incluyen los recursos coparticipados a las provincias.

10 En el caso de la Administración Nacional estos recursos no se incluyen por ser ingresos y gastos de las provincias.



MERCADO DE CAPITALES

I. Introducción

El agravamiento de la situación en Rusia, que llevó a la devaluación de su moneda y a una reprogramación compulsiva de parte de su deuda a mediados de agosto, impactó en los mercados de capitales mundiales. El proceso de "búsqueda de calidad" que comenzó con la crisis asiática se vio acentuado y la tasa a 30 años de los bonos del tesoro de Estados Unidos tuvo descensos significativos.

En esta oportunidad las bolsas de Estados Unidos y Europa, que antes del "default" de Rusia habían tenido un comportamiento positivo a lo largo del año 1998, no pudieron exceptuarse de los fuertes descensos que se observaron durante agosto y los primeros días de septiembre, acompañando a los mercados de capitales de los países emergentes (entre ellos los de América Latina) en su caída. Inicialmente las bajas más importantes en los mercados de capitales regionales se dieron en las acciones, pero posteriormente se extendieron a los títulos públicos.

En Argentina el índice Merval que había cerrado julio en 589 puntos, tuvo posteriormente en agosto una fuerte caída cercana al 40%. Este descenso prosiguió en los primeros días de septiembre, alcanzando un valor mínimo de 301,7 puntos el día 10 de dicho mes. Los títulos públicos argentinos, que habían tenido un comportamiento virtualmente neutro hasta los primeros días de agosto, comenzaron a ser alcanzados por las ventas masivas. Esto se reflejó en el riesgo soberano, que tuvo muy fuertes aumentos, en especial en los bonos previsionales.

En los primeros días de septiembre se observó una parcial reversión de este panorama. Los anuncios sobre un eventual financiamiento por parte de organismos multilaterales de crédito a la región latinoamericana y las medidas que fueron tomando esos países permitieron una recuperación de los activos financieros, si bien compensaron sólo en parte las fuertes caídas observadas en agosto. Las expectativas de una baja en las tasas por parte de la Reserva Federal para la reunión del 29 de septiembre también contribuyeron a esa mejora.

II. Panorama Internacional

Durante buena parte de agosto y septiembre, los mercados de capitales internacionales estuvieron gobernados por los temores que se derivaron de las medidas tomadas por el gobierno ruso, tal como devaluar la moneda y reprogramar unilateralmente la deuda pública.

A la implementación de dichas medidas se le adicionó las dificultades para formar un nuevo gobierno y las crecientes posibilidades que los analistas financieros le asignaron al inicio de una ruptura con el programa de reformas. La situación de Rusia agregó un nuevo elemento a la difícil situación en que se encuentran los mercados internacionales, desde que Tailandia devaluó su moneda en julio de 1997.

A partir de allí se intensificó el proceso de "fuga hacia la calidad", es decir la búsqueda de activos financieros de menor riesgo que se venía manifestando desde el inicio de la crisis asiática. En esta oportunidad las bolsas de Estados Unidos y Europa no pudieron exceptuarse de los fuertes descensos que se observaron durante agosto y la primer parte de septiembre en casi todas las bolsas del mundo, en particular en los países emergentes.

Los mercados de capitales de América Latina no quedaron al margen de este proceso. La pérdida de reservas en Brasil, la devaluación de las monedas en algunos países y la caída en la mayoría de los precios de productos de exportación fueron algunos de los elementos adicionales que incidieron en la desvalorización de los activos financieros regionales. ([Cuadro 7.1](#))

En el caso de Brasil el gobierno reaccionó ante la pérdida de reservas con una fuerte alza de las tasas y con medidas de ajuste fiscal, lo que permitió morigerar, aunque no detener, la especulación contra su moneda. Los anuncios tanto del gobierno de Estados Unidos en el sentido de apoyar financieramente a la región como del presidente Cardoso a realizar un ajuste fiscal tras las elecciones del 4 de octubre de 1998, incidieron en la recuperación parcial de los activos financieros de Brasil y América Latina en la última quincena de

septiembre. Esta recuperación alcanzó a las principales bolsas internacionales. Sin embargo las mejoras registradas sólo alcanzaron a atenuar las fuertes pérdidas anteriores. ([Cuadro 7.2](#))

En el difícil contexto ya descripto, el refugio más importante fueron nuevamente los bonos del tesoro de Estados Unidos. Su gran demanda produjo un fuerte descenso en las tasas de rendimiento ([Gráfico 7.1](#)) La llamada "tasa larga", es decir la correspondiente a los bonos de 30 años, registró en algunos días de setiembre niveles del orden del 5,10- 5,15% anual, es decir valores inferiores a las tasas de fondos federales (5,50%).

En este marco de fragilidad financiera se fue gestando la necesidad de una reducción de tasas de corto plazo. Finalmente la reducción dispuesta fue de $\frac{1}{4}$ punto y alcanzó solamente al objetivo de la tasa de fondos federales, que se redujo del 5,50% a 5,25% anual, mientras no se introdujeron cambios en la tasa de redescuento. Los temores de meses atrás acerca de una aceleración de la inflación, producto del alto ritmo de crecimiento y la gran demanda de trabajadores, fueron desplazados por la crisis de los mercados de capitales. En ese sentido en los considerandos de la baja ya comentada, la Reserva Federal señaló que la misma estaba enmarcada en la necesidad de amortiguar los efectos de la creciente debilidad de las economías extranjeras sobre las perspectivas de crecimiento de Estados Unidos, y de contrarrestar las condiciones financieras internas menos favorables. Cabe destacar que mientras en Octubre de 1997 el Fondo Monetario Internacional predecía para 1998 un crecimiento de la economía mundial de 4,3%, las últimas revisiones indican que el crecimiento esperado es de 2,0%.

La primera reacción de los mercados financieros fue juzgar esta disminución de la tasa de la FED como insuficiente, observándose caídas importantes en los mercados accionarios y una nueva reducción en la tasa de largo plazo de los Estados Unidos, que al cierre de este Informe ya se ubicaba por debajo del 5%.

La economía norteamericana mostró una disminución en su ritmo de crecimiento en el segundo trimestre de 1998 (1,8% anualizada respecto del trimestre anterior) luego del importante aumento registrado en el primero (5,5% en la última revisión). Esta disminución se explica en parte por el menor ritmo de acumulación de inventarios respecto de trimestres anteriores y puntualmente por la incidencia de la huelga en la empresa General Motors. Los índices de precios muestran que la inflación sigue bajo control, mientras el mercado de trabajo sigue mostrando signos de fuerte demanda, con una tasa de desempleo que se ubicó en 4,5% en agosto. El presupuesto del año fiscal 1997-98 fue superavitario, producto del aumento de los ingresos fiscales luego de varios años de crecimiento económico.

Por su parte, Japón se encuentra inmerso en un movimiento recesivo, el que se corrobora con la caída anualizada del 3,3% en el PIB del segundo trimestre de 1998 (un descenso de similar magnitud se había registrado también en el primer trimestre del año), con lo que acumula tres trimestres consecutivos de descenso en el PIB.

Ante la continuidad de la caída del nivel de actividad, el Banco de Japón decidió un nuevo movimiento descendente en las tasas de interés, bajando la tasa de redescuento al 0,25% anual desde el nivel de 0,50% anterior. A esta nueva expansión en la política monetaria se suma las medidas fiscales ya tomadas, las que sin embargo, no logran todavía los resultados esperados. Existe cierto consenso de que el gran problema de Japón es la situación de su sistema financiero, aquejado por una gran morosidad en su cartera. Esto no permite la generación de nuevos recursos prestables que, junto a una mayor decisión de gasto de los consumidores, sea el inicio de la recuperación de la actividad productiva.

Por su parte, las importantes caídas en los niveles de actividad en economías como Indonesia, Corea y Hong Kong y los controles de cambio en Malasia le agregaron nuevos elementos a la crisis que se manifiesta en esta parte de Asia desde julio de 1997.

Sin embargo, luego de la caída registrada en agosto, que aproximó a la moneda japonesa a niveles de casi 148 yenes por dólar, en septiembre se observó una fuerte recuperación que la llevó a niveles de 130, para finalizar el mes en valores cercanos a los 135 yenes por dólar ([gráfico 7.2](#)). En dicho gráfico también puede verse que la moneda alemana, luego de ubicarse por arriba de 1,80 marcos por dólar en buena parte del primer cuatrimestre, a partir de mayo comenzó una recuperación, producto de la implementación de la moneda única. La misma se acentuó en septiembre, mes en que la paridad terminó por debajo de los 1,70 marcos por dólar.

III. Evolución del Mercado Accionario

Luego de un mes de julio alcista, la crisis en Rusia desató un proceso especulativo que se extendió hacia América Latina, produciendo un intenso descenso en el valor de las acciones durante agosto y la primera parte de septiembre. El índice Merval que había terminado julio en 589 puntos, inició un pronunciado descenso que alcanzó su valor mínimo, tomando en cuenta los valores de cierre diario, en 301,7 puntos el 10 de septiembre ([Gráfico 7.3](#)).

A partir de allí se inició un proceso de recomposición, y a fines de septiembre el Merval alcanzó un valor de 380 puntos, lo que implica un aumento de más del 6% respecto de agosto y un significativo retroceso del orden del 45% respecto de los niveles de fin de 1997 ([Cuadro 7.3](#)).

Otros índices accionarios tuvieron retrocesos importantes, aunque de una magnitud algo inferior al Merval. El índice BURCAP₁ registró una disminución del 28,1% en el año, mientras que el índice GENERAL, que abarca a un espectro más amplio de empresas, cayó 29,2%₂.

El importante retroceso del precio de las acciones tuvo su correlato en la capitalización bursátil, la que registró un valor de \$36.145 millones en agosto de 1998. Esto representa descensos de más del 30% con respecto a julio y del 38,7% con respecto a los niveles registrados al finalizar 1997. Este fuerte retroceso del valor de las empresas llevó a algunas de ellas a realizar compras de sus propias acciones para evitar un mayor deterioro en el valor de las mismas. La capitalización se encuentra concentrada en pocas empresas: las primeras tres reúnen el 50,4% del total.

IV. Evolución de las Cotizaciones y Colocaciones de Deuda Pública

1. Evolución del riesgo soberano

La crisis de los mercados de capitales impactó en forma importante en la cotización de los títulos públicos argentinos. Durante 1998 y hasta los primeros días de agosto los precios de dichos títulos se habían mantenido relativamente firmes, pero la reprogramación compulsiva de los títulos de deuda rusa provocó la reacción de los inversores internacionales, quienes comenzaron a desarmar masivamente sus posiciones de títulos de países emergentes. En este contexto los bonos soberanos de América Latina fueron severamente afectados.

Analizando la evolución del riesgo soberano₃ implícito en el rendimiento de los títulos públicos argentinos se observa un proceso de fuerte aumento de los mismos a partir de mediados de agosto. En el caso de los bonos previsionales la suba del riesgo soberano se ubicó en promedio en el orden de los 1700-1800 puntos básicos entre fines de julio y el 11 de septiembre, mientras que en el caso de los bonos Brady₄ las subas fueron menores (entre 840 y 1140 puntos). En el límite inferior se ubicó el título a la PAR, relativamente favorecido por ser un título a tasa fija en un contexto de tasas decrecientes a nivel internacional ([Gráfico 7.4](#) y [Cuadro 7.4](#)).

En los primeros días de septiembre se fueron conjugando una serie de factores que permitieron cierta recuperación de los títulos de deuda. Entre ellos, cabe mencionar los anuncios del G-7 de una posible ayuda a América Latina, el compromiso de las autoridades de Brasil para reducir su déficit fiscal y finalmente, en el caso de la Argentina, la fortaleza de su sistema financiero y de su situación fiscal.

Al cierre de este Informe, los datos al 25 de septiembre mostraban que los indicadores de riesgo soberano puro se ubicaron en niveles superiores a los mínimos registrados hacia el 10 de septiembre. Las mejoras fueron mayores para los bonos previsionales, que también fueron los de mayor caída. De todos modos, los spreads son sensiblemente superiores tanto a los observados a fines de 1997 como a los de fines de julio.

2. Colocaciones de deuda pública

La crisis de los mercados demostró las bondades de la política de adelantar financiamiento que implementó el gobierno argentino desde fines de 1996, la que se mostró útil para evitar la necesidad de colocar títulos en los momentos de mayor volatilidad de los mercados.

En agosto, cuando se produjo el "default" en Rusia, las necesidades de financiamiento para lo que quedaba del año 1998 eran escasas y el gobierno pudo evitar convalidar las altas tasas que hubieran demandado los mercados internacionales en un contexto de fuerte aumento de los riesgos soberanos en los países emergentes.

Teniendo en cuenta la posibilidad de que la crisis de los mercados pueda perdurar, el gobierno nacional se encuentra desarrollando negociaciones con organismos internacionales y otras instituciones a efectos de obtener el financiamiento necesario que haga posible no solo terminar de cumplimentar las necesidades para 1998, sino también adelantar el financiamiento requerido para 1999.

Las colocaciones de euronotas, con información al 23 de septiembre, ascendieron a un total de 9.363 millones de dólares en lo que va de 1998 ([Cuadro 7.5](#)). En este total se incluyen aproximadamente U\$S 1.500 millones destinados a operaciones de recompra, lo que deja un neto de financiamiento del orden de los U\$S 7.900 millones. Las operaciones fueron tres, en las cuales se utilizaron U\$S 685 millones de una ampliación del Global 27 para la recompra de bonos Brady en una operación realizada con las AFJP, en otra operación se usaron U\$S 597 millones de parte de la colocación de ampliaciones del Global 17 y 27, también orientadas a la recompra de Bonos Brady y, finalmente, una ampliación del Global 01 permitió el rescate de PRE4.

El diferencial con respecto a títulos similares de Estados Unidos del conjunto de estas colocaciones fue en promedio de aproximadamente 395 puntos básicos, mientras que el plazo promedio ascendió a 14 años, coherente con la política de alargar los plazos de vencimiento de la deuda.

Si bien el mercado del dólar fue el que registró la mayor participación (36,7%), fue en los mercados europeos donde se observó una mayor fluidez en las colocaciones. En la nueva moneda europea, el euro, se colocaron 2641 millones de dólares (28,2% del total) a la que suman las emisiones realizadas en marcos alemanes (19,3%), liras italianas (10,5%) y, en menor medida, en francos franceses y florines. A diferencia de años anteriores, en 1998 no se realizaron emisiones en yenes. Cabe aclarar, que parte de las emisiones en dólares se utilizaron en operaciones de recompra de títulos.

En lo referido al mercado local se renovaron los vencimientos de Letras del Tesoro (LETES) en agosto y setiembre, debiendo en esta última renovación pagar tasas sensiblemente más altas que en licitaciones anteriores. En este caso el gobierno prefirió privilegiar la continuidad del programa de colocaciones en el mercado interno, aún a costa de convalidar un mayor nivel de tasas de interés.

En lo que va del año se colocaron U\$S 4.852,5 millones de estos títulos (sumadas las colocaciones en pesos y dólares), de los cuales ya vencieron 2.304 millones, por lo que queda un remanente de U\$S 2.548,5 millones. Si a esta suma se le adicionan 500 millones emitidos en 1997 y aún no vencidos, el stock de LETES a junio alcanza los U\$S 3.048,5 millones ([Cuadro 7.6](#)).

Con relación a otras colocaciones en el mercado local, cabe destacar que en julio de 1998 se emitieron nuevos Bonos del Tesoro (BONTES) por un valor de U\$S 1.000 millones a 5 años de plazo, con un spread al lanzamiento de 320 puntos básicos. Cabe recordar también que en enero los llamados creadores de mercado⁵ habían otorgado un préstamo sindicado (por una porción del mismo se emitió un bono) por un total de 2.000 millones (1.563 millones en dólares y 437 millones en pesos).

V. Las Inversiones de las A.F.J.P.

Al finalizar agosto de 1998 el valor de los fondos de jubilaciones y pensiones alcanzó los \$ 9.436 millones, 6,9% por encima del nivel alcanzado a fines de 1997 (\$ 8.827,1 millones). Sin embargo, y a pesar de los aportes efectuados a las AFJP durante el mes, el valor de los fondos en agosto fue 12,7% inferior al registrado en julio (\$ 10.808 millones) como consecuencia de la caída de los precios de los activos financieros.

De esta manera, por primera vez desde la puesta en vigencia del sistema la rentabilidad promedio ponderada interanual alcanzó un valor negativo (-7,24%) y se espera que en setiembre ocurra otro tanto. De todas maneras la rentabilidad histórica anualizada desde la vigencia del actual sistema de jubilación hasta agosto de 1998 alcanzó al 12,63%, que representa un crecimiento significativo teniendo en cuenta que la inflación del mismo período se ubicó en torno al 1% anual.

En los cuadros 7.7 y A.7.6 (este último del apéndice estadístico) y en el Gráfico 7.5 puede observarse con detalle la composición de los fondos que administran las AFJP. En el cuadro A.7.6 puede observarse la caída registrada en agosto en la participación de las acciones y los títulos públicos negociables⁶ respecto del mes anterior, como consecuencia de la fuerte reducción de los precios de estos activos.

El instrumento de mayor preponderancia en las carteras de las AFJP continúan siendo los Títulos Públicos Nacionales, que reunieron el 45,3% de las inversiones en agosto de 1998. En los últimos meses se observa un aumento de la participación de estas inversiones, la que había registrado valores mínimos del 39,9% en febrero de 1998. Esto fue consecuencia de la mayor participación de la porción de títulos valuados a término⁷, valuación que les permite a las AFJP restar volatilidad a sus carteras.

Los plazos fijos continúan ubicándose en el segundo término de las preferencias de las administradoras, con un 22,8% del total. El aumento de esta categoría de inversión en los últimos tiempos se explica por los depósitos a plazo de rendimiento variable (DIVA)⁸, ya que los tradicionales depósitos a plazo, de rendimiento fijo, reúnen en la actualidad el 1% de las inversiones de las AFJP.

Por su parte, las acciones en sus dos categorías (de sociedades anónimas y de empresas públicas privatizadas) se ubicaron en agosto de 1998 en el tercer lugar, con el 17,7% de las inversiones. En los últimos meses se observa un importante retroceso en el porcentaje de participación de esta categoría de inversión como consecuencia del descenso de los precios. Igualmente es necesario destacar que en una visión retrospectiva de más largo plazo, las acciones han ido ganando en forma persistente un mayor espacio en las carteras de las AFJP desde el reducido 1,5% que presentaban a fines de 1994.

Con el fin de introducir elementos que permitan disminuir el impacto de la volatilidad de los mercados en los valores de las cuotas, a comienzos de septiembre la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (SAFJP) dispuso una serie de medidas con el fin de dar mayor flexibilidad al manejo de los fondos y favorecer la adopción de estrategias conservadoras en las inversiones.

En ese sentido, cabe destacar la Resolución N° 318/98, que establece el aumento del 1% al 3% del porcentaje máximo que las AFJP pueden mantener en recursos líquidos, lo que permite un mayor margen para no realizar inversiones en momentos de inestabilidad en los mercados. Por su parte, la Resolución N° 321/98 de la SAFJP aumenta la proporción máxima de títulos públicos que las entidades pueden valorar a término. Este porcentaje pasó del 25% al 30% del total de fondo de jubilaciones, lo que les permite a las AFJP reducir la volatilidad de las cuotas en momentos de fuertes variaciones de los mercados.

1 Cabe recordar que las ponderaciones del BURCAP se basan en la capitalización bursátil mientras que las del Merval se elaboran sobre la base del volumen negociado.

2 Estas diferencias se explican en parte por el mayor peso en el índice Merval de acciones que han mostrado fuerte volatilidad.

3 Tales indicadores se definen como el margen (spread) entre las tasas de rendimiento de distintos títulos dolarizados del país y las de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos para plazos similares.

4 Esta medición en los bonos Brady se refiere a la porción de riesgo exclusivamente argentino.

5 Figura del esquema de organización del endeudamiento público creado en 1996. Son entidades seleccionadas por el gobierno nacional para que participen significativamente en la suscripción primaria y la negociación secundaria de los distintos instrumentos de endeudamiento.

6 Los títulos públicos negociables son los que se valúan a precios de mercado, a diferencia de los valuados a término (ver nota 7, posterior)

7 Cabe recordar que en el caso de estos títulos (tanto los emitidos por la Nación como los emitidos por otros entes estatales) existe la posibilidad de valorar una parte de los mismos no a través de su valor de mercado, sino a su valor a término, es decir a su precio de adquisición ajustado por la capitalización de la tasa interna de retorno que tenía el título al momento de su compra, en cuyo caso el título debe retenerse hasta su vencimiento. Valuando los títulos de esta manera las AFJP intentan asegurar incrementos del valor de sus cuotas a bajo riesgo. Por el contrario, la porción de

títulos negociables se valúan a precios de mercado y por ende están más sujetos a la volatilidad de los mercados de capitales.

8 Estos depósitos tienen el capital asegurado y basan su rendimiento en la evolución de un activo financiero subyacente (índices de bolsa nacionales o internacionales, acciones, títulos públicos).



DINERO Y BANCOS

Durante el primer semestre de 1998 el sistema financiero siguió mostrando un comportamiento favorable a pesar del agitado contexto internacional. Sin embargo, a partir de agosto la decisión de Rusia de reestructurar unilateralmente sus compromisos financieros aumentó sensiblemente la incertidumbre sobre la evolución de los mercados internacionales.

Como consecuencia de tal situación, las tasas de crecimiento de los agregados monetarios en la Argentina mostraron cierta desaceleración. Durante el primer semestre del año los depósitos se incrementaron 11,4%, incluso con tasas en descenso, mientras que a fines de agosto, en plena crisis rusa, los depósitos totalizaron \$ 76.967 millones, lo que representó un avance de 0,9% respecto de junio de 1998, acumulando así un crecimiento de 12,4% en los primeros ocho meses del año. Las tasas de interés locales, luego de mostrar tendencia descendente durante el primer semestre, subieron levemente desde julio afectadas por la estacionalidad y por el menos apacible contexto internacional. También se observó cierta sustitución entre monedas que reflejó la intención de los agentes económicos de dolarizar sus carteras (efecto similar al que tuvo lugar en octubre de 1997).

Por su parte, los préstamos totales otorgados por las entidades financieras a fines de agosto ascendieron a \$ 73.756 millones, 10,2 % más que a fines de 1997 y 16,8% superior a los niveles de doce meses atrás.

Las reservas internacionales del BCRA sumaron en agosto \$ 25.945 millones, 8,9% superiores al nivel de diciembre de 1998. La relación Reservas líquidas/Pasivos Financieros se mantuvo por encima del 100%. Las reservas totales del sistema financiero, que surgen de sumar las reservas del BCRA y los requisitos de liquidez que las entidades financieras depositan en el exterior, mostraron un avance menor (4,5% en los primeros ocho meses del año).

I - Evolución de las principales variables monetarias y crediticias

El segundo trimestre de 1998 mostró un crecimiento del 5,6% en el agregado bimonetario amplio M3* ([Cuadro 8.1](#) y [Gráfico 8.1](#)), con un mejor desempeño de los depósitos en pesos. Los mismos aumentaron en \$ 3.064 millones (9,1%), con mejoras de \$ 1.380 millones (11,4%) en los depósitos en cuenta corriente, y poco más de \$ 1.600 millones entre los depósitos a plazo y en caja de ahorro. Por su parte, los depósitos en dólares aumentaron U\$S 1.328 millones (3,5%), impulsados básicamente por la suba de U\$S 878 millones en los plazos fijos.

El agregado M1*, por su parte, aumentó 7,7% entre marzo y junio de 1998, impulsado por el aumento de las cuentas corrientes en pesos. El circulante en poder del público aumentó 2,8% en el mismo período y 6,1% en julio como consecuencia de la estacionalidad que afecta a este componente.

Aunque estuvo muy por encima del crecimiento del PIB, en los primeros ocho meses de 1998 el comportamiento del agregado bimonetario M3* mostró una desaceleración respecto del mismo período de años anteriores. El M3* alcanzó en agosto \$ 89.629 millones, 9,5% por encima de diciembre de 1997 y 15,4% superior a agosto de 1997. El circulante en manos del público cayó 5,0 % entre diciembre de 1997 y agosto de 1998.

Depósitos

Según la encuesta diaria de depósitos del BCRA, a fin de agosto los depósitos totalizaron \$ 76.967 millones, 12,3% de aumento en lo que va del año 1998 y 15,2% desde el inicio de la crisis asiática de octubre de 1997. Los depósitos en moneda nacional crecieron 12,4% en los primeros ocho meses de 1998, variación similar a la de los depósitos en dólares (12,3%). No obstante, en la evolución de los depósitos se distinguieron dos períodos: en el primer semestre y hasta los primeros días de julio tuvo lugar la recuperación de los depósitos en ambas monedas. Si bien los dos segmentos se movieron en el mismo sentido, la recuperación fue más pronunciada para los depósitos en pesos (16,0% entre junio y diciembre, contra 6,6% para los depósitos en dólares). El segundo período comenzó en julio y a partir allí se observó cierta sustitución entre las cuentas en pesos y las denominadas en dólares, a favor de estas últimas. ([Gráfico 8.2](#)). De este modo, entre julio y agosto

las primeras perdieron 2,9%, mientras que las últimas crecieron 4,6%.

Préstamos

El [Cuadro 8.2](#) presenta los préstamos otorgados por las entidades financieras entre diciembre de 1992 y agosto de 1998 sobre la base de la información contenida en los balances de las entidades¹. El total de préstamos otorgados a residentes creció 10,2% en lo que va de 1998 y acompañó razonablemente la evolución de los depósitos. Los préstamos concedidos al sector privado no financiero crecieron 10%, mientras que los otorgados al sector público lo hicieron en un 12%. Este último aumento se concentró principalmente en el mes de enero cuando el Gobierno Nacional, en el marco de su plan financiero, recibió fondos de las entidades locales por \$ 2.000 millones (\$ 1.300 millones en concepto de préstamos y \$ 700 millones en títulos públicos).

Con relación a la evolución por tipo de moneda, los préstamos en dólares (que eran en agosto el 64% del total) crecieron \$ 3.973 millones (9,2%), mientras que los concedidos en pesos lo hicieron en \$ 2.848 millones (12%).

Analizando los préstamos otorgados al sector privado, en el primer semestre de 1998 se observa mayor dinamismo en los concedidos en pesos (12,1% contra 4,1% para los concedidos en dólares). Las cifras preliminares muestran que durante julio y agosto se revirtió este comportamiento, con un mayor incremento en el segmento dolarizado. Teniendo en cuenta la modalidad, durante los primeros ocho meses de 1998, el mejor desempeño fue para los préstamos prendarios (30,4% en dólares y 12,4% en pesos) y los hipotecarios (23,9% en pesos y 18,3% en dólares). ([Cuadro 8.3](#))

Tasas de interés

Durante los primeros seis meses de 1998 se observó un descenso en las tasas de interés. Las tasas pasivas promedio correspondientes a colocaciones de 30 a 59 días de plazo llegaron en junio al 6,6% nominal anual en pesos y al 5,9% en dólares. Para plazos mayores, las tasas alcanzaron el 7,0% para las colocaciones en pesos y el 6,4% para las realizadas en dólares. Por su parte las tasas de call, luego del pico de febrero por el impacto del aumento de un punto porcentual adicional en los requisitos de liquidez exigidos a las entidades, descendieron hasta ubicarse en junio en 5,8% nominal anual. ([Gráfico 8.3](#))

Sin embargo, a partir de julio las tasas revirtieron la tendencia decreciente, afectadas tanto por la estacionalidad de los recursos monetarios como por la creciente incertidumbre que generó el "default" ruso en los mercados internacionales. Las tasas pasivas promedio por colocaciones de 30 a 59 días de plazo se ubicaron en agosto en 7,2% nominal anual en pesos y 6,2% en dólares. Para plazos mayores, las tasas alcanzaron el 7,6% para las colocaciones en pesos y las correspondientes a colocaciones en dólares no variaron respecto de junio. La tasa de call en pesos (15 días de plazo) subió a 7,4% (más de un 1,5 punto porcentual nominal anual respecto de junio). Por su parte, las tasas activas cobradas a empresas de primera línea para plazos de 30 días superaron el 9,5% nominal anual en pesos y el 8,3% nominal anual en dólares.

Los diferenciales entre las tasas nominales anuales en pesos y dólares, que habían descendido en los primeros siete meses de 1998, registraron un aumento en agosto. El diferencial correspondiente a las tasas pasivas superó un punto porcentual nominal anual en el caso de los depósitos a plazo fijo. Asimismo, el diferencial para las tasas activas (a empresas de primera línea) a 30 días de plazo, fue descendiendo a lo largo del año y repuntó en agosto hasta situarse en 1,1 puntos porcentuales.

El margen entre las tasas activas para empresas de primera línea y las tasas pasivas (nominales anuales) mostró un comportamiento similar. Luego de mostrarse descendente durante los primeros siete meses del año, pasó de menos de 1,5% en julio a más de 2,1% nominal anual en agosto.

Las tasas pasivas reales (ex post y según el índice de precios combinados) resultaron positivas y se mantuvieron estables alrededor del 0,5% efectivo mensual en el segundo trimestre. Posteriormente, en julio, superaron el 0,9% efectivo mensual y descendieron levemente en agosto. Por su parte, el costo financiero, medido por las tasas activas reales en ambas monedas para empresas de primera línea, superó en agosto el 0,8% efectivo mensual.

Reservas internacionales del BCRA

A pesar del inestable clima internacional las reservas internacionales del BCRA continuaron creciendo. A fines de agosto de 1998 ascendieron a U\$S 25.945 millones, U\$S 1.637 millones (6,7%) por encima del nivel existente en diciembre de 1997 ([Cuadro 8.4](#))². Las reservas líquidas (oro, divisas y colocaciones a plazo), por su parte, sumaron en agosto U\$S 24.488 millones, con un aumento de U\$S 2.006 millones (8,9%) que se concentró principalmente en ese último mes y que le permitió superar el nivel de diciembre del año anterior ([Cuadro 8.4](#)).

Los pasivos financieros del BCRA, por su parte, totalizaron en agosto U\$S 24.184 millones, con un aumento de U\$S 1.783 millones (8%) en los primeros ocho meses. Como consecuencia, la relación entre Reservas Líquidas (oro, divisas y colocaciones a plazo) y los Pasivos Financieros siguió manteniéndose por encima del 100% ([Gráfico 8.4](#)).

Las reservas internacionales del Sistema Financiero (Reservas internacionales del BCRA + Requisitos de liquidez en corresponsales del exterior) sumaron en agosto U\$S 32.667 millones, U\$S 1.397 millones (4,5%) por encima del nivel de diciembre.

La integración de los requisitos de liquidez a través de la cuenta del Deutsche Bank de New York mostró saldos crecientes en los primeros siete meses del año y cerró con U\$S 8.595 millones a fin de julio (casi 40% por encima de su nivel de julio de 1997). Sin embargo a fines de agosto sumó U\$S 6.722 millones³, lo que representó una caída de U\$S 1.873 millones respecto del mes anterior. Esta disminución se originó en el trasvase de fondos desde dicha cuenta hacia una nueva modalidad de operaciones de pase que el BCRA realiza desde el 13/8/98⁴, y que difundió a través de la comunicación "B" 6.374. La operatoria consiste en que el BCRA realice operaciones de pase pasivas con entrega de certificados de depósitos (CD's) de bancos extranjeros, con calificación AA como mínimo. Estas operaciones se concertan a un día hábil de plazo, a una tasa variable que fue fijada inicialmente en el 5,4% nominal anual. Los CD's vendidos se mantienen depositados en una cuenta de custodia en el BCRA a nombre de la entidad.

La medida mencionada tiende a mejorar la rentabilidad que obtienen las entidades financieras al integrar sus requisitos de liquidez. A su vez, al estimular la integración de los requisitos exigidos con pases pasivos (ya sea con contrapartida de títulos públicos o de CD's de bancos extranjeros) mejora la cuantificación de las reservas internacionales del BCRA⁵, si bien aumentan en la misma cuantía los pasivos financieros de dicha entidad.

Por esta razón la posición neta de pases, que registró un valor de \$ 6.748 millones a fines de julio, alcanzó un total de \$ 8.981 millones a fines de agosto. Los pases activos a esta fecha ascendían a sólo \$ 22 millones, mientras que los pases pasivos sumaron \$ 9.003 millones. En agosto la participación de los pases en la integración total de los requisitos de liquidez alcanzó el 57%.

II. Estado patrimonial de las entidades financieras y calidad de cartera

El activo total de las entidades alcanzó en mayo de 1998 a \$ 162.258 millones, monto que supera en \$ 30.497 millones, o sea un 23,1%, a los valores de diciembre de 1997 y en un 88,1% a los de diciembre de 1994 ([Cuadro 8.5](#) y [Cuadro 8.6](#))⁶. Las disponibilidades sumaron \$ 9.756 millones (10,2% inferiores a diciembre de 1997), mientras que las tenencias de títulos públicos aumentaron 14,2% desde esa fecha. En cuanto al crédito, los préstamos (netos de provisiones) totalizaron \$ 74.302 millones en mayo de 1998, 7,1% por encima de diciembre del año 1997, y representaron el 45,8% de los activos totales, lo que implicó una disminución de veinte puntos porcentuales en la participación que tenían en diciembre de 1994 (que era de 65,8%).

Pero la gran variación mostrada en el activo se basó en el crecimiento del rubro "Otros créditos por intermediación financiera" (pases, operaciones a término de títulos y moneda extranjera, obligaciones negociables, opciones, etc.). Este rubro creció 97% entre mayo de 1998 y diciembre de 1997 debido a un importante aumento en las operaciones de compra venta a término de activos financieros, en su gran mayoría concertadas con otras entidades financieras⁷. Además en este rubro se incluyen, desde mayo de 1998, los CD's comprados al BCRA y que pueden ser usados para integrar requisitos de liquidez.

Si se toman en cuenta sólo a las entidades privadas, puede verse que entre diciembre de 1997 y mayo de 1998 el activo total aumentó \$ 25.046 millones (\$ 20.187 correspondieron a los diez bancos privados más grandes).

Los préstamos al sector privado no financiero aumentaron en \$ 3.538 millones (\$ 4.653 millones los diez bancos privados más grandes), los préstamos al sector público lo hicieron en \$ 728 millones y los destinados al sector financiero cayeron un poco más de \$ 300 millones.

El pasivo total del sistema sumó en enero \$ 146.159 millones, un 26,3% por encima de diciembre de 1997 y 101,3% superior a diciembre de 1994. En la estructura patrimonial los depósitos representaron el 47,3% del activo, ocho puntos porcentuales por debajo de diciembre de 1994. El 71% del aumento mostrado por los depósitos desde diciembre de 1997 sirvió para financiar el incremento de los préstamos, mientras que el 15% fue destinado a aumentar la cartera de títulos.

La segunda fuente de fondeo, el rubro "Otras obligaciones por intermediación financiera"⁸ (comprende líneas del exterior, obligaciones negociables, pases, etc.), ascendió a \$ 65.935 millones, cifra que representa un aumento del 54,1% respecto de diciembre de 1997. Dentro de este ítem, las obligaciones negociables crecieron \$ 1.155 millones y las líneas del exterior se redujeron en \$ 625 millones.

El [cuadro 8.6](#) presenta los indicadores de calidad de cartera de las entidades públicas y privadas.

El total de financiamientos otorgados por los bancos privados creció \$ 4.845 millones (8,1%) en los primeros cinco meses de 1998. Como la cartera morosa (en su versión amplia) aumentó 10,4% en ese período, el indicador de morosidad de cartera amplia⁹ de este grupo de entidades se incrementó levemente. Los indicadores restantes siguieron la tendencia decreciente iniciada a fines de 1995. De esta forma en el mes de mayo de 1998 la cartera irregular del total del sistema era del 13,6% (14% en diciembre de 1997), mientras que el correspondiente a la calidad de cartera restringida pasó de 10,1% a 9,9%.

III. Requisitos de Liquidez

La Comunicación "A" 2.694 del 28/4/98 introdujo, con vigencia desde el 1/5/98, un nuevo concepto admitido en la integración de los requisitos de liquidez exigidos a las entidades financieras. Se trata de certificados de depósitos a plazo (CD's) adquiridos por el BCRA a bancos del exterior cuya titularidad sea transferida a la entidad.

Esta medida amplía la forma de integración de la exigencia de requisitos mínimos de liquidez, que queda de la siguiente forma:

- a. pases pasivos para el BCRA;
- b. saldos en la cuenta abierta a tal fin en un custodio internacional (actualmente el Deutsche Morgan Grenfell/C.J. Lawence Inc. - Nueva York);
- c. bonos de gobiernos centrales de países integrantes de la OCDE con calificación «A» o superior mantenidos en custodia por el citado banco;
- d. títulos valores del país (públicos y privados) siempre que la entidad local cuente con el derecho de ejercer una opción de venta a un banco del exterior con calificación «A» o superior;
- e. préstamos con garantía hipotecaria formalizados entre el 15/10/95 y el 18/07/97 según el contrato modelo de mutuo, y los certificados de participación y títulos emitidos por fiduciarios referidos a los citados préstamos hipotecarios, en la medida en que la entidad financiera cuente con una opción de venta, dentro de los siguientes 60 días, contra una entidad del exterior con calificación crediticia «A» o superior;
- f. títulos valores emitidos por empresas de países integrantes de la OCDE, siempre que:
 - (i.) los títulos cuenten con una calificación «A» o superior;

(ii.) sean de alta liquidez con cotización diaria por importes significativos en bolsas o mercados de valores de países de la OCDE;

(iii.) el valor de la tenencia de cada título no supere el 5% del importe diario transado en esos mercados;

(iv.) se mantengan en el custodio internacional.

g. certificados de depósitos a plazo fijo emitidos por bancos del exterior con calificación «AA» (largo plazo) siempre que la entidad local:

(i.) cuente con el derecho de ejercer una opción de venta a un banco del exterior calificado con «AA»,

(ii.) los certificados y contratos de opción de venta estén depositados en el custodio internacional.

h. títulos valores emitidos por:

(i.) gobiernos centrales, sus empresas, agencias o dependencias que cuenten con una categoría «A» o superior y tengan garantía plena de gobiernos centrales pertenecientes a la OECD;

(ii.) organismos internacionales, que cuenten con una categoría «AA» o superior;

(iii.) bancos comerciales, que cuenten con una categoría «AA» o superior;

(iv.) empresas privadas, que cuenten con una categoría «AAA»;

(v.) cuotas-partes de fondos comunes de inversión cuyos activos estén constituidos por títulos valores de países de la OCDE admitidos por el BCRA, siempre que se encuentren depositados en el custodio internacional y satisfagan los requerimientos de liquidez del BCRA.

i. cartas de crédito «stand-by», siempre que cuenten con un plazo de 270 días, abiertas por bancos del exterior con calificación «A» o superior, y cuya utilización no pueda ser condicionada. Se considerará como integración de los requisitos mínimos de liquidez el 50% del importe.

j. Certificados de depósitos a plazo adquiridos por el BCRA a bancos del exterior cuya titularidad sea transferida a cada entidad y deberán ser mantenidos en el custodio internacional (Com. "A" 2.694 del 28/4/98).

Límites a la utilización de estos instrumentos

La integración de los requisitos de liquidez se podrá realizar mediante:

- Pases pasivos para el BCRA: hasta el 100% de la exigencia.

- Cartas de crédito «stand-by»: hasta 50% de la exigencia.

- Resto de los activos externos: hasta el 80% de la exigencia. Dentro de este margen:

(i.) hasta un 10% se podrá realizar con títulos locales;

(ii.) hasta un 5% con títulos referidos a préstamos hipotecarios;

(iii.) hasta un 30% con títulos emitidos por empresas y bancos de la OCDE u organismos internacionales.

IV. Sistema de Garantía de los depósitos

En mayo de 1995 se creó el Sistema de Seguro de Garantía de los Depósitos que funciona en forma subsidiaria y complementaria al sistema de protección y privilegios de depósitos establecida por la Ley de Entidades Financieras. El mismo es de carácter obligatorio y oneroso para las entidades financieras y otorga cobertura limitada a los depositantes.

Cada entidad debe integrar el Fondo de Garantía de los Depósitos (FGD) con un aporte mensual en función del total de sus depósitos. La alícuota mensual tiene un nivel mínimo de \$3 por cada \$10.000, y puede ascender hasta \$6 por cada \$10.000 en función del nivel de riesgo de la entidad. Este último se aproxima por los valores que arrojen la calidad de cartera, la relación entre activos de riesgo y activos totales, el índice CAMEL, y la relación entre la responsabilidad patrimonial computable y la exigencia mínima de capital.

La administración del FGD está a cargo de «Seguro de Depósitos S.A.» cuyos socios son el Estado y un fideicomiso formado por las entidades financieras.

El sistema de garantía no cubre: i) los saldos de las entidades financieras depositados en otros intermediarios; ii) los plazos fijos de títulos valores, aceptaciones o garantías; iii) los depósitos efectuados por personas vinculadas a la entidad según las pautas establecidas por el BCRA; iv) los depósitos sobre los cuales se pacte una tasa superior en dos puntos porcentuales a la tasa de interés pasiva para plazos equivalentes del Banco de la Nación Argentina; v) los plazos fijos cuya titularidad haya sido adquirida por endoso; y vi) las imposiciones captadas mediante sistemas de incentivos o estímulos.

Los fondos acumulados en el FGD no sólo pueden ser aplicados para la devolución de los depósitos asegurados ante una situación de quiebra de una entidad sino que también pueden ser utilizados en las siguientes operaciones:

- i. efectuar aportes o préstamos a entidades financieras que estén sujetas a un plan de regularización y saneamiento;
- ii. efectuar aportes o préstamos a entidades financieras que adquieran activos y asuman a su cargo el pago de los depósitos de otra entidad que esté sujeta a un plan de regularización y saneamiento;
- iii. celebrar, con entidades financieras que participen en la reestructuración de otra, contratos de opción de venta a favor de la entidad adquirente de los activos transferidos;
- iv. adquirir depósitos de bancos suspendidos.

El Decreto 1127/98 elevó, a partir del 28/9/98, el límite máximo de cobertura del sistema de garantía previsto hasta esa fecha. La garantía cubrirá la devolución de hasta \$ 30.000 por depósitos a la vista o a plazo fijo. Para determinar el importe alcanzado por la cobertura se computa la totalidad de los depósitos que registre cada persona en una entidad. ([Cuadro 8.7](#))

1 Cabe aclarar que desde el mes de agosto de 1995 las cifras del Cuadro 8.2 figuran como montos netos de los créditos de clientes clasificados como irrecuperables y totalmente provisionados que las entidades deben dar de baja de su respectivo Activo según lo dispuesto por la Comunicación "A" 2.357 del BCRA. Los créditos irrecuperables del total de entidades, que presentan una mora superior a 7 meses, sumaron \$ 3.757 millones en el mes de mayo de 1998.

2 Cabe aclarar que desde el mes de febrero de 1997 el BCRA sustrae de los rubros "Oro, divisas, colocaciones a plazo y otros" y "Pasivos Financieros", las divisas que son contrapartida de la cuenta "Depósitos del Gobierno", razón por la cual en el Cuadro 8.4 las series mencionadas se han homogeneizado hacia atrás a fin de que la cobertura de los pasivos financieros resulte comparable.

3 Dicha suma representa alrededor del 43% de la integración total de requisitos de liquidez.

4 A partir de esa fecha, además, el BCRA aumentó de 5% a 5,25% nominal anual la tasa interés por pase pasivo contra entrega de títulos valores.

7 Cabe aclarar, que todas estas operaciones generan duplicaciones contables que sobrestiman el real volumen de este rubro, por lo que el BCRA está abocado a la tarea de presentar estados contables consolidados.

8 Este rubro incluye operaciones que son contrapartida de las registradas en "Otros créditos por intermediación financiera".

5 Las reservas del BCRA incluyen la contrapartida de las operaciones de pase pasivas pero no consideran los requisitos mínimos de liquidez depositados en corresponsales del exterior (Com."A" 2.350 del BCRA), si bien ellos también forman parte de las reservas del sistema financiero.

6 Cabe advertir que la información de este cuadro proviene de la publicación Información de Entidades Financieras y contiene la última información contable entregada al BCRA, la que en algunos casos, principalmente correspondientes a bancos públicos provinciales y municipales, es anterior a la fecha de publicación.

9 Para la construcción del indicador de irregularidad de cartera "amplia" se consideran las financiaciones con atrasos superiores a los 31 días, y para el indicador de irregularidad de cartera "restringida" se consideran sólo aquellas con atrasos superiores a los 90 días. El total de financiaciones (bruto de provisiones) comprende: Préstamos, Otros créditos por intermediación financiera y Bienes en locación financiera.



LAS PROYECCIONES MACROECONOMICAS PARA EL PERÍODO 1998-2001

En los cuadros siguientes se presentan las proyecciones oficiales correspondientes al período 1998-2001 del Producto Interno Bruto y de los principales componentes de la oferta y demanda agregadas, a precios constantes de 1986 y a precios corrientes. También se presentan proyecciones de las tasas de variación de los índices de precios implícitos de cada uno de los componentes así como de la balanza de pagos. Conviene recordar que se trata de proyecciones de grandes agregados macroeconómicos, cuya evolución promedia los comportamientos de precios y cantidades de distintos sectores. En consecuencia, las variaciones proyectadas admiten evoluciones sectoriales diferenciadas.

Estas proyecciones suponen la continuidad de las políticas que sustentan el equilibrio fiscal, la convertibilidad y el tipo de cambio determinados por las leyes sancionadas por el Congreso Nacional. La reforma del Estado, la desregulación, las privatizaciones y la apertura comercial y financiera están orientadas a lograr un proceso de crecimiento económico sostenible a lo largo del tiempo, la reducción de las tasas de desocupación y el mantenimiento de tasas de inflación compatibles con las de los países desarrollados.

El Producto Interno Bruto

A pesar de que la crisis desatada en el sudeste asiático desde mediados de 1997 afectó los mercados financieros internacionales en mayor medida que la crisis del "tequila", la economía argentina mantuvo durante 1997 y el primer semestre de 1998 un sostenido crecimiento del producto. Este proceso de crecimiento se extiende desde la recuperación registrada a partir del cuarto trimestre de 1995, de acuerdo a las series trimestrales desestacionalizadas. El crecimiento estimado del PIB para 1997 fue de 8,6%. Los sectores productores de bienes crecieron 9,8% mientras que los sectores productores de servicios lo hicieron en 6,8%. Las proyecciones macroeconómicas para los años venideros se ven condicionadas por el actual contexto de incertidumbre que afecta a los mercados financieros internacionales.

Las perspectivas de la economía mundial de acuerdo con las proyecciones realizadas por el Fondo Monetario Internacional en septiembre de 1998, muestran un panorama de crecimiento económico moderado, respecto de las perspectivas previas a la crisis asiática, con bajas tasas de inflación y tasas de interés levemente superiores para lo que resta de 1998 y 1999. Los pronósticos indican que el crecimiento económico mundial se recuperará a partir del año 2000. Se espera que la caída de los precios de diversos productos primarios, que afectó nuestros ingresos por exportaciones en 1998, se revierta a partir de 1999. Por otra parte, el contexto de incertidumbre que domina a los mercados financieros internacionales está provocando una desaceleración del ingreso de capitales para la segunda mitad de 1998, aunque se espera una paulatina recuperación a partir del año entrante.

Se pronostica que el crecimiento del PIB alcanzará 5,3% para 1998, favorecido por el fuerte incremento en la productividad que viene produciéndose en los últimos años en un contexto de estabilidad de precios con profundas reformas estructurales, y a pesar de la desaceleración que se está registrando en la segunda mitad del año. En consecuencia, se estima que el efecto de la crisis financiera internacional reducirá la tasa de crecimiento del PIB real, proyectada originalmente en 5,8%, en alrededor de medio punto porcentual. La tasa de crecimiento proyectada para 1999 asume que la economía se va recuperando lentamente en el marco del actual ciclo de crecimiento económico, dada la desaceleración que se está registrando en la segunda mitad de 1998. Las proyecciones para los años 2000 y 2001 muestran un escenario de recuperación del crecimiento del producto real a tasas más aproximadas a las tasas de crecimiento del producto potencial.

PROYECCIÓN DE LAS CUENTAS NACIONALES

1) CUENTAS NACIONALES a Precios Constantes de 1986					
	PIB	C	I	X	M
1997	13.884	11.525	3.350	2.014	3.004
1998	14.620	11.985	3.803	2.210	3.378
1999	15.322	12.471	4.149	2.431	3.730
2000	16.165	13.056	4.515	2.676	4.082
2001	17.054	13.667	4.887	2.939	4.439
Estructura a precios constantes en %					
	PIB	C	I	X	M
1997	100,0	83,0	24,1	14,5	21,6
1998	100,0	82,0	26,0	15,1	23,1
1999	100,0	81,4	27,1	15,9	24,3
2000	100,0	80,8	27,9	16,6	25,3
2001	100,0	80,1	28,7	17,2	26,0
Tasas de variación real %					
	PIB	C	I	X	M
1997	8,6	7,8	26,5	12,0	27,5
1998	5,3	4,0	13,5	9,8	12,4
1999	4,8	4,1	9,1	10,0	10,4
2000	5,5	4,7	8,8	10,1	9,4
2001	5,5	4,7	8,3	9,8	8,7
Elasticidad Producto a precios constantes					
	C	I	X	M	
1997	0,9	3,1	1,4	3,2	
1998	0,8	2,6	1,8	2,3	
1999	0,8	1,9	2,1	2,2	
2000	0,9	1,6	1,8	1,7	
2001	0,9	1,5	1,8	1,6	

PROYECCIÓN DE LAS CUENTAS NACIONALES

2) CUENTAS NACIONALES a Precios Corrientes					
	PIB	C	I	X	M
1997	323.386	265.085	63.787	29.661	35.146
1998	338.589	275.159	71.367	30.622	38.560
1999	360.974	290.898	78.603	34.154	42.681
2000	387.364	309.562	86.483	38.317	46.997
2001	415.088	329.339	94.618	42.509	51.379
Estructura a precios corrientes					
	PIB	C	I	X	M
1997	100,0	82,0	19,7	9,2	10,9
1998	100,0	81,3	21,1	9,0	11,4
1999	100,0	80,6	21,8	9,5	11,8
2000	100,0	79,9	22,3	9,9	12,1
2001	100,0	79,3	22,8	10,2	12,4
Tasas de variación nominal %					
	PIB	C	I	X	M
1997	8,7	7,8	21,7	8,2	24,4
1998	4,7	3,8	11,9	3,2	9,7
1999	6,6	5,7	10,1	11,5	10,7
2000	7,3	6,4	10,0	12,2	10,1
2001	7,2	6,4	9,4	10,9	9,3
Elasticidad Producto a precios corrientes					
	C	I	X	M	
1997	0,9	2,5	0,9	2,8	
1998	0,8	2,5	0,7	2,1	
1999	0,9	1,5	1,7	1,6	
2000	0,9	1,4	1,7	1,4	
2001	0,9	1,3	1,5	1,3	

Si bien no se presentan proyecciones sectoriales, la evolución observada durante los primeros meses de 1998 nos indica que los diferentes sectores vienen registrando tasas de variación positivas. Los sectores que están liderando el crecimiento durante 1998 son el agro, los agroquímicos, automotores, harinas, químicos, las construcciones, neumáticos, cemento y otros materiales para la construcción, minas y canteras, comercio, restaurantes y hoteles y establecimientos financieros, seguros, bienes inmuebles y servicios prestados a las empresas.

El consumo

En 1997 el consumo continuó expandiéndose, aunque a tasas inferiores al crecimiento del producto. Se prevé que este componente de la demanda agregada acompañe el crecimiento del producto en los años venideros, aunque lo siga haciendo a tasas de crecimiento inferiores al crecimiento del producto como fue el caso en 1993, 1994 y 1997. La proyección de crecimiento del consumo real es de 4,0% para 1998, 4,1% para 1999, 4,7% para el año 2000 y 4,7% para el año 2001. Las mismas reflejan también una tasa de crecimiento del crédito en relación al crecimiento del producto menos pronunciada que en los años anteriores al efecto tequila.

En los cuadros también pueden apreciarse la evolución de la estructura del consumo en porcentaje del PIB y la evolución de las elasticidades producto del consumo, tanto a precios constantes como a precios corrientes. Se corrobora que la participación del consumo en relación al producto es decreciente.

La inversión interna bruta

La recuperación de la inversión es un factor fundamental para el mantenimiento de un crecimiento sostenido del PIB. Así como la inversión cayó notablemente durante la recesión de 1995, también se recuperó rápidamente, creciendo más que el producto y que el consumo en 1996 y expandiéndose aún más

en 1997. Se espera que alcance un crecimiento de 13,5% real en el año 1998. Un importante indicador del crecimiento de la inversión está dado por las importaciones de bienes de capital, que continúan expandiéndose en 1998 a tasas elevadas respecto de 1997. También impacta muy fuertemente en el crecimiento de la inversión, el aumento de la construcción residencial y no residencial, que viene registrando tasas interanuales elevadas aunque inferiores a las del año anterior.

De acuerdo con estas proyecciones se espera que la participación de la inversión en el PIB aumente sostenidamente tanto a precios constantes como a precios corrientes, aunque la elasticidad producto de la inversión presente un comportamiento decreciente a partir de coeficientes elevados para 1997, tanto a precios constantes como a precios corrientes.

Los precios

La Argentina no sólo es uno de los países con mayores tasas de crecimiento del producto, sino también uno de los países con inflación más baja del mundo. Este logro, impensado tan sólo unos años atrás, resulta esencial para el mantenimiento de tasas de crecimiento sostenidas al permitirle a los individuos y a las empresas planificar en un horizonte temporal cierto. Ello se observa en las bajas tasas de crecimiento que registraron los índices de precios al consumidor y mayoristas durante el transcurso de este año. Se espera que estas bajas tasas de inflación continúen para lo que resta de 1998 y para los años venideros.

PROYECCIÓN DE LAS CUENTAS NACIONALES

3) INDICES DE PRECIOS IMPLÍCITOS 1986=1						Tasas de variación de los Índices de Precios Implícitos (%)					
	PIB	C	I	X	M	PIB	C	I	X	M	
1997	23.292	23.001	19.041	14.731	11.700	1997	0,1	0,0	-3,8	-3,4	-2,4
1998	23.159	22.958	18.768	13.857	11.416	1998	-0,6	-0,2	-1,4	-5,9	-2,4
1999	23.559	23.326	18.943	14.048	11.443	1999	1,7	1,6	0,9	1,4	0,2
2000	23.964	23.711	19.156	14.317	11.512	2000	1,7	1,7	1,1	1,9	0,6
2001	24.340	24.098	19.361	14.463	11.574	2001	1,6	1,6	1,1	1,0	0,5

La proyección del índice de precios implícitos del producto indica una variación negativa de -0,6% para 1998. Esta variación es compatible con tasas de variación algo menos negativas para el índice de precios implícitos en el consumo y algo más negativas para los precios implícitos de la inversión y de las exportaciones. Para 1999 se espera una variación algo mayor del deflactor del PIB (1,7%) y tasas de variación positivas para el resto de los índices de precios implícitos. Se espera que en el año 2000 y en el 2001 los precios implícitos del PIB crezcan levemente (1,7% y 1,6% respectivamente) como consecuencia de una recuperación esperada de los precios internacionales de exportaciones e importaciones.

Importaciones

El proceso de apertura comercial que ha iniciado nuestro país significará en los próximos años un aumento progresivo, por encima de las tasas de crecimiento del PIB, tanto de importaciones como de exportaciones de bienes y servicios. El levantamiento de las restricciones sobre las importaciones permitió una expansión de las mismas desde 1991. Esta marcha sólo se detuvo en 1995, pero retomó su ritmo a partir de 1996. Se pronostica un crecimiento real de las importaciones de bienes y servicios reales de 12,4% para 1998 y 10,4% para 1999, 9,4% para el 2000 y 8,7% para el año 2001, con una fuerte participación de las importaciones de bienes relacionados con la inversión.

Como consecuencia de estas tasas de crecimiento se pronostica una participación creciente de las importaciones en porcentaje al PIB a precios constantes, con elasticidades producto de las mismas decrecientes a partir de valores cercanos a 3,2 para 1997.

Exportaciones

Las exportaciones vienen creciendo de manera sostenida y a tasas elevadas a partir de 1994. A pesar del gran crecimiento experimentado en 1995 (año de contracción del mercado interno debido a la recesión), no se detuvo el crecimiento en 1996 y el mismo continuó en 1997, producto de la maduración de las inversiones en los sectores de bienes comercializables internacionalmente. Para este año se pronostica un crecimiento real de las exportaciones de bienes y servicios reales de 9,8% y se espera para 1999 un crecimiento real de 10,0%. Se prevén estas tasas de crecimiento real a partir de la baja que se continúan

registrando en los precios de algunos de los principales productos de exportación. Se espera que para los años 1999, 2000 y 2001 los precios se vayan recuperando paulatinamente y que las exportaciones continúen con la misma tendencia que vienen mostrando en los últimos años, con creciente diversificación de productos y de destinos, aunque a tasas de crecimiento levemente decrecientes a precios constantes. A precios corrientes se espera, para estos años, tasas de crecimiento de las exportaciones levemente crecientes como consecuencia de la mencionada mejora esperada en los precios de los principales productos de exportación, luego de las caídas registradas especialmente en 1998.

Balanza de pagos

El déficit de la cuenta corriente alcanzó a 2,9% del PIB en 1997, producto del elevado crecimiento económico evidenciado en ese año. Se proyecta que el déficit de cuenta corriente será superior en 1998 como consecuencia de la continuidad pronosticada para el crecimiento del producto. La cuenta capital y financiera tendría por su parte en 1998, un saldo positivo mayor al registrado en 1997, producto de un mayor ingreso de capitales por parte del sector privado. Se proyecta un crecimiento en las reservas internacionales netas del BCRA como consecuencia de un aumento en la demanda de base monetaria y de la vigencia de la convertibilidad.

PROYECCIÓN DE LAS CUENTAS NACIONALES BALANCE DE PAGOS Millones de pesos

	1998	1998	1999	2000	2001
Cuenta Corriente	-9.454	-12.471	-13.841	-15.073	-16.105
Exportaciones	29.318	30.278	33.811	37.975	42.168
<i>Bienes</i>	26.217	27.013	30.328	34.242	38.164
<i>Servicios</i>	3.101	3.266	3.483	3.733	4.004
Importaciones	-34.899	-38.194	-42.285	-46.569	-50.919
<i>Bienes</i>	-28.489	-31.348	-34.981	-38.761	-42.552
<i>Servicios</i>	-6.410	-6.847	-7.304	-7.808	-8.367
<i>Renta de la inversión</i>	-4.219	-4.898	-5.706	-6.815	-7.687
Intereses ganados	5.354	5.601	6.946	7.441	7.980
Intereses pagados	-7.138	-7.508	-8.951	-10.089	-11.005
Utilidades y dividendos	-2.435	-2.992	-3.701	-4.167	-4.662
<i>Transferencias Unilaterales</i>	346	343	339	336	333
Cuenta Capital y Financiera	12.516	14.953	16.154	17.725	19.105
<i>Inversión Extranjera Directa</i>	6.647	5.776	6.412	7.088	7.743
<i>Otros movimientos de capitales</i>	9.761	9.178	9.742	10.637	11.362
Variación Reservas Internacionales	3.062	2.482	2.313	2.652	3.000

AHORRO-INVERSIÓN

% del PIB	1997	1998	1999	2000	2001
Inversión Interna Bruta	19,7	21,1	21,8	22,3	22,8
Ahorro Externo	2,9	3,7	3,8	3,9	3,9
Ahorro Nacional Bruto	16,8	17,4	17,9	18,4	18,9

Para 1999 se proyecta un mayor déficit de cuenta corriente, cercano a los US\$ 14.000 millones. Se pronostica que el superávit de la cuenta capital y financiera será aproximado a los US\$16.000 millones, para financiar el mencionado déficit de cuenta corriente más el aumento de las reservas internacionales. Para los años 2000 y 2001 se espera que el déficit de cuenta corriente crezca moderadamente y consecuentemente aumente el superávit de la cuenta capital y financiera que también financiará el aumento pronosticado en las reservas internacionales. Cabe destacar la participación cada vez más importante que vienen teniendo las inversiones directas extranjeras. Este creciente financiamiento de largo plazo contribuye al sostenimiento en el tiempo de los déficits de cuenta corriente y se basa en la elevada rentabilidad esperada de los proyectos de inversión.

El balance ahorro-inversión

El balance ahorro-inversión muestra la forma en que la inversión bruta interna se financia a través del ahorro nacional y del ahorro externo. La participación del ahorro externo, que no es otra cosa que el déficit de la cuenta corriente del balance de pagos, en el financiamiento de la inversión es una muestra de la confianza de los inversores extranjeros en el país. Así en los períodos de desconfianza y fuga de capitales, como por ejemplo durante los años ochenta, el ahorro externo era negativo.

A partir de las profundas reformas estructurales y de los logros económicos en materia de estabilidad y crecimiento, la inversión creció notablemente en relación al PIB entre 1990 y 1994. El ahorro nacional cayó en 1991, producto de un importante salto en el consumo de las familias, explicado a su vez por el levantamiento de las restricciones crediticias que pesaban sobre las mismas y por las expectativas de mayores ingresos futuros que generó el nuevo plan económico. A partir de entonces el ahorro nacional comenzó un sendero creciente, que fue complementado por el ahorro externo en el financiamiento de las elevadas tasas de inversión.

La tasa de ahorro externo/PIB, que llegó a 3,6% en 1994, se redujo a menos del 1% en la recesión de 1995, resultando 1,3% en 1996 y elevándose a 2,9% en 1997, como consecuencia del gran salto registrado en la inversión, que pasó de 17,6% del PIB en 1996 a 19,7% del PIB en 1997. Se proyecta que la tasa de ahorro externo llegará a 3,7% en 1998, cuando la tasa de inversión alcance un 21,1% del PIB, y a pesar del aumento del ahorro nacional, que pasará de 16,8% en 1997 a 17,4% del producto en 1998.

Para los años 1999, 2000 y 2001 se proyectan razones inversión/PIB de 21,8%, 22,3% y 22,8% respectivamente. Estas tasas de inversión serán financiadas por tasas de ahorro nacional/PIB de 17,9%, 18,4% y 18,9% respectivamente, y tasas de ahorro externo/PIB de 3,8%, 3,9% y 3,9%, respectivamente. Dada la eficiencia de las inversiones traducida en elevadas tasas de crecimiento del PIB, estas tasas de ahorro externo están lejos de comprometer la solvencia externa del país.

Aspectos conceptuales sobre las proyecciones macroeconómicas

Las proyecciones macroeconómicas 1998-2001 están realizadas en base a un modelo de consistencia macroeconómica. El modelo utiliza básicamente identidades contables y un esquema de flujo de fondos que asegura que las variables macroeconómicas sean proyectadas respetando las restricciones presupuestarias de cada sector de la economía.

Las proyecciones mantienen como premisa básica la continuidad de la estabilidad de precios, a partir de la cual se establecen pautas de crecimiento del PIB compatibles con la evolución esperada de la disponibilidad y productividad de los factores de producción. Con relación al factor trabajo, las proyecciones de población económicamente activa, el empleo y la desocupación esperada y las proyecciones de la fuerza laboral tienen en cuenta las proyecciones de población elaboradas por el INDEC, estimaciones de elasticidad producto del empleo y la evolución esperada del precio relativo entre los factores capital y trabajo.

Las proyecciones de la inversión bruta interna deben ser compatibles con el crecimiento del producto. El aumento de estos flujos de inversión está también determinado por las expectativas en cuanto a la productividad del capital y tiene en cuenta el incremento en la participación de los bienes de capital importados en el total del stock de capital. La tecnología incorporada en estos bienes y a través de la inversión directa extranjera, la mayor participación en la gestión privada a partir de las privatizaciones y de los procesos de desregulaciones son elementos que se tienen en cuenta en la evolución esperada de la productividad total de los factores.

Las inversiones se financian con ahorro nacional o con ahorro externo. La evolución del ahorro nacional depende de la evolución del producto, del consumo y de los pagos netos de factores al exterior. Dado el proceso de profundas reformas estructurales que produjeron un espectacular salto en los flujos de inversiones es dable esperar que el ahorro nacional sea complementado con ahorro externo (déficit de la cuenta corriente del balance de pagos). Por otra parte, los mayores ingresos futuros esperados provocan un aumento en el consumo presente, dado que las familias intentan suavizar su patrón de consumo en el tiempo. Este comportamiento del consumo también contribuye a explicar los mayores flujos de ahorro externo en las primeras etapas del programa de estabilización y reformas estructurales.

La contribución del ahorro externo, aunque sea muy reducida cuando se la compara con el ahorro nacional

en el financiamiento de la inversión, cumple de todos modos un papel de monitoreo importante del riesgo. Este papel se traduce en ajustar el margen entre la tasa de interés internacional (libre de riesgo) y los rendimientos requeridos por los inversores internacionales. Del rendimiento esperado de las inversiones y de la evaluación del riesgo por parte de los inversores es que surge la magnitud de los flujos de endeudamiento externo que dependerá de las posibilidades de la economía de generar divisas a través de exportaciones futuras, la solidez fiscal y monetaria del sector público, la reputación del país como cumplidor de sus compromisos, etc. Bajo estas circunstancias cuanto mayor sea la confianza que despierte la economía del país en los inversores internacionales mayor es la contribución del ahorro externo en el financiamiento de la inversión productiva.

La evolución del sector exportador es un factor de relevancia para las proyecciones especialmente cuando la economía está generando déficits de cuenta corriente y cuando hay un endeudamiento externo neto del país. Sin embargo, existe sobrada evidencia de países con déficits de cuenta corriente durante muchos años en etapas de elevado crecimiento del producto. Si bien la expansión de las exportaciones constituye una etapa importante del proceso, la misma surge después de un período, que puede ser bastante prolongado, de incrementos en el consumo debido a los mayores ingresos esperados, de fuertes importaciones principalmente de bienes de capital y de un avance notable en las inversiones. Es a medida que estas últimas van madurando en los sectores productores de bienes y servicios transables internacionalmente y que se complementan con las realizadas en el resto de los sectores no transables, que debe esperarse una reversión en el resultado de la cuenta corriente del balance de pagos.

La solidez fiscal es sin dudas un elemento esencial en la sostenibilidad del proceso de crecimiento y está contemplada en las proyecciones macroeconómicas. Un reducido y decreciente déficit del sector público consolidado contribuye significativamente a reducir la prima de riesgo por incumplimiento del país, favoreciendo además las inversiones en el sector privado de la economía.

Las proyecciones consideran como punto de partida el año 1997 para el cual se cuentan con la estimación actualizada de las cuentas nacionales a precios constantes de 1986:

(1)

donde Y es el producto interno bruto (PIB), C es el consumo, I es la inversión bruta interna, X y M son, respectivamente, las exportaciones e importaciones de bienes y servicios no factoriales.

Desde la perspectiva de las fuentes de crecimiento o contabilidad del crecimiento, podemos dividir el crecimiento del PIB entre las contribuciones a los factores básicos, capital y trabajo, y la contribución de la productividad total de los factores o cambio tecnológico₁:

(2)

donde y es la tasa de crecimiento del PIB. La contribución del factor capital está dada por la productividad marginal del capital (Pmk) multiplicada por la relación inversión neta sobre PIB (I/Y) donde I es la inversión bruta y δ es la tasa de depreciación. La contribución del factor trabajo está representada por la elasticidad producto del empleo (ϵ) multiplicada por la tasa de crecimiento del empleo (l) y la contribución al crecimiento del cambio tecnológico o productividad total de los factores es ptf . Esta ecuación entonces vincula el crecimiento del producto real con la inversión neta, la productividad marginal del capital y del trabajo, el crecimiento del empleo y la evolución de la productividad total de los factores.

A partir de las cuentas nacionales a precios constantes y de las proyecciones de los índices de precios implícitos de los agregados macroeconómicos se definen las cuentas nacionales a precios corrientes de cada año:

(3)

donde P es el índice de precios implícitos del PIB, P_c y P_i son los índices de precios implícitos del consumo y la inversión, y P_x^* y P_m^* son los índices de precios internacionales de las exportaciones y las importaciones, respectivamente, expresados en moneda local. El deflactor implícito del producto, surge de reemplazar en (3) los valores obtenidos en la expresión (1) y de los supuestos sobre las variaciones de P_c , P_i , P_x^* y P_m^* . Los precios implícitos de las importaciones y de las exportaciones surgen de proyecciones a su vez basadas en pronósticos elaborados por organismos internacionales.

El ahorro nacional requerido se obtiene restando de ambos miembros de la expresión (3) los pagos netos a factores del exterior (*PNF*) y reagrupando:

(4)

donde el lado izquierdo representa el ahorro nacional, el primer término del miembro derecho es la inversión y el término entre paréntesis representa el déficit de la cuenta corriente del balance de pagos o ahorro externo. La igualdad de la expresión (4) puede interpretarse simplemente como una identidad o como una condición de equilibrio. En este último caso, admite dos explicaciones alternativas. Una interpretación posible es que el ahorro externo está dado y es por lo tanto, independiente de las condiciones internas de la economía. En este caso el ahorro nacional es el requerido para invertir y crecer al ritmo prefijado. Si el ahorro externo no coincide con el requerido deberá producirse un ajuste automático vía precios, tasas de interés o distinto crecimiento del producto al previsto. La interpretación alternativa supone que el financiamiento externo está limitado sólo por la condición de solvencia externa de largo plazo de la economía. En este caso, las variables que determinan el ahorro externo son las mismas que determinan la inversión y el ahorro nacional. En consecuencia el ahorro externo es la variable de ajuste, dadas las posibilidades de inversión y ahorro nacional.

Finalmente, la balanza de pagos impone una restricción presupuestaria a la economía en su conjunto:

(5)

donde *KA* representa la cuenta capital y financiera y es la variación de reservas internacionales del Banco Central. El superávit de la cuenta capital (ingresos netos de capitales) financia el déficit de cuenta corriente más el aumento de las reservas internacionales. Este ingreso neto de capitales se divide en privado y públicos, y estos últimos, a su vez surgen de la restricción presupuestaria del sector público y de sus planes financieros. Bajo el esquema de convertibilidad las reservas internacionales varían conjuntamente con la variación de los pasivos financieros del Banco Central, que a su vez depende de la variación de la circulación monetaria y de la integración de los requisitos de liquidez que las entidades financieras decidan mantener en el Banco Central y, por lo tanto, de las proyecciones de las variables financieras.

¹ Esta expresión surge de diferenciar totalmente una función de producción agregada que depende de los factores capital y trabajo y que incorpora cambio tecnológico.

