

## **INDICE**

### INTRODUCCIÓN

#### 1. ESTABILIZACIÓN, FLUJOS DE CAPITAL Y DINÁMICA MACROECONÓMICA.

- a) El régimen de Convertibilidad y la Estabilización
- b) El movimiento de capitales en los años noventa
- c) Las fluctuaciones de corto plazo, la brecha externa y los precios relativos

#### 2. EL AHORRO Y LA INVERSION.

- a) La tasa de ahorro
  - b) La tasa de inversión
  - c) La asignación de la inversión
- La inversión de las empresas privatizadas
- El destino de la inversión extranjera directa
- El destino sectorial de las importaciones de bienes de capital
- Alguna evidencia sobre la inversión en la industria manufacturera
- d) El comportamiento de la inversión agregada

#### 3. LOS CAMBIOS EN LA GENERACION Y ASIGNACION DE RECURSOS FINANCIEROS.

- a) La estructura de déficit y superávit sectoriales
- b) Entradas de capital, profundización financiera y riesgo sistémico
- c) Las decisiones financieras de las firmas

#### 4. CONCLUSIONES

#### BIBLIOGRAFÍA.

### **MOVIMIENTOS DE CAPITALES Y COMPORTAMIENTO DE**

### **LA INVERSION EN ARGENTINA**

Carlos Bonvecchi \*

José María Fanelli\*\*

Roberto Frenkel\*\*\*

#### **INTRODUCCIÓN**

La crisis de la deuda y la frustración de los intentos de estabilización a lo largo de los años ochenta condujeron a un progresivo deterioro del funcionamiento macroeconómico que culminó en los episodios hiperinflacionarios de 1989-90. En este contexto el gobierno lanzó en abril de 1991 el llamado Plan de Convertibilidad, vigente hasta la actualidad. El programa probó ser muy efectivo como instrumento de estabilización. También

tuvo éxito en revertir la tendencia de la inversión agregada, que se incrementó continuamente entre 1991-94. Sin embargo, la crisis desatada por la devaluación mexicana de diciembre de 1994 mostró que los resultados del plan en materia de estabilidad macroeconómica e inversión podrían no ser suficientemente robustos para asegurar la sostenibilidad del proceso de crecimiento.

El debate alrededor de la robustez de los resultados observados bajo el plan de convertibilidad ha estado directamente relacionado con la cuestión del movimiento de capitales. Así ha ocurrido porque entre 1991 y 1994, en un contexto de acceso "fácil" al crédito internacional, la economía tendió a generar un creciente déficit en la cuenta corriente. Frente a esta situación se plantearon dos cuestionamientos.

El primer cuestionamiento estaba relacionado con la estabilidad macroeconómica: si la economía depende muy fuertemente de los ingresos de capitales (particularmente de fondos de corto plazo), una reversión brusca de los flujos puede generar una crisis de liquidez a nivel macroeconómico. El segundo cuestionamiento ponía en duda la solvencia financiera de la trayectoria de crecimiento seguida por la economía luego de la aplicación del plan.

La interrupción de los flujos de capitales provocada por la crisis mexicana, que causó de una marcada caída del PBI y de la inversión, confirmó la relevancia del cuestionamiento relativo a la liquidez y solvencia del sistema financiero en un contexto de volatilidad del movimiento de capitales.

En relación a la sostenibilidad de la trayectoria del crecimiento de la economía en el largo plazo, resulta crucial analizar la relación entre los flujos de capitales y la inversión real. De la cantidad y calidad de la inversión financiada directa e indirectamente por los ingresos de capitales depende la capacidad de la economía para servir las obligaciones externas en el futuro. El objetivo de este trabajo es avanzar en el análisis de esta cuestión. Consecuentemente, el foco del trabajo es la evolución de la inversión bajo el régimen de convertibilidad y en él tratamos de identificar los eslabonamientos entre los flujos de capital y el gasto en acumulación de capital.

En la sección 1 describimos los hechos macroeconómicos más relevantes del período 1991-95 y analizamos los montos y características de los flujos de capital. Con esta información como base, en la sección 2 presentamos los principales resultados relativos a las tendencias de largo plazo del ahorro y de la inversión, así como también el análisis del comportamiento de la inversión agregada y de la asignación de la misma. En la sección 3 examinamos el rol de los factores financieros. El análisis de esta sección se enfoca en los cambios acaecidos en la generación y absorción de recursos financieros entre los grandes sectores agregados y en los cambios en la estructura de los balances de las empresas. La última sección resume las principales conclusiones.

## **1. ESTABILIZACIÓN, FLUJOS DE CAPITAL Y DINÁMICA MACROECONÓMICA.**

Sería muy difícil entender en el caso argentino la relación entre flujos de capitales e inversión en los años noventa sin tomar en cuenta los factores macroeconómicos. Resultan de particular importancia entre éstos los relacionados con la estabilización y con la aplicación de reforma estructurales, tales como la apertura de la economía y la privatización de empresas públicas. Estos factores tuvieron gran influencia sobre los flujos de capital, el balance comercial y los precios relativos. A su vez, la evolución de estas variables determinó en gran medida el patrón específico que siguieron el ahorro y la inversión. Solo los cambios en los mercados internacionales de capital, que hicieron posible la reversión de la fuga de capitales, son de una importancia comparable con los factores macroeconómicos en la determinación de la evolución de la economía argentina en los años noventa. Lo que hace el caso argentino particularmente interesante desde un punto de vista analítico es que la reversión de los flujos de capital coincidió con la aplicación de la política de estabilización e importantes reformas estructurales.

Dada la importancia de los factores macroeconómicos, dedicamos esta sección a analizar los hechos estilizados que caracterizan el comportamiento agregado de la economía en los años noventa. El foco se coloca sobre aquellos factores más directamente relacionados con el ahorro, la inversión y los flujos de capital. Para tener perspectiva histórica y contar con un patrón de comparación de los cambios que siguieron a la estabilización y la revitalización de los flujos de capital, se formulan continuas referencias a los años ochenta. La primera parte de la sección examina la política de estabilización. La segunda parte analiza los flujos de capital. La tercera presenta los rasgos estilizados más relevantes de la dinámica macroeconómica en los años noventa, las características del ciclo de corto plazo, los cambios en la restricción externa de la economía y la evolución de los precios relativos.

### **a) El régimen de Convertibilidad y la Estabilización.**

El lanzamiento del Plan de Convertibilidad procuró reducir drásticamente la tasa de inflación y evitar un ataque especulativo sobre las reservas que podría haber generado un nuevo episodio de hiperinflación. Sin embargo, la política no fue solo un plan de ajuste. El programa combinó la política de estabilización con un conjunto amplio y abarcativo de medidas tendientes a reestructurar la economía en línea con el "Consenso de Washington". Las nuevas reglas de la política monetaria, la desregulación del sistema financiero y el mercado de capitales, la apertura financiera y comercial y las privatizaciones fueron los elementos más importantes del paquete de reformas.

El elemento más distintivo del plan fue la fijación por ley del tipo de cambio peso/dólar norteamericano. La paridad está incluida en la ley de Convertibilidad, que impone al Banco Central la obligación de respaldar con reservas internacionales el monto total de la base monetaria. La política de estabilización incluyó una orientación contractiva en los frentes fiscal y monetario y medidas dirigidas a desindexar la economía.

La Ley de Convertibilidad prácticamente transformó el Banco Central en una caja de conversión. Más adelante, en setiembre de 1992, un nuevo reglamento (Carta Orgánica) de la institución fue aprobado por el Congreso. Se dio plena autonomía al Banco Central, se prohibió el financiamiento monetario del déficit fiscal y se restringieron severamente las operaciones de redescuento.

En el frente fiscal el gobierno hizo importantes esfuerzos para reformar el sistema tributario y reducir la evasión, con el objetivo de incrementar los ingresos y eliminar gradualmente los impuestos distorsivos. Hubo consecuentemente una considerable mejora en la recaudación. Además, el aumento en los ingresos fiscales fue impulsado por la reducción de la inflación (debido a la operación inversa del efecto Olivera-Tanzi) y el significativo aumento del nivel de actividad. Este último efecto se revirtió parcialmente después de la crisis mexicana, por la recesión y la caída de la demanda.

El Plan de Convertibilidad fue muy exitoso en la reducción de la tasa de inflación, que cayó de 1344% en 1990 a menos de 2% en 1995. El mayor grado de estabilidad macroeconómico y el nuevo régimen cambiario (que redujeron marcadamente el riesgo cambiario), mejoraron las percepciones de los inversores externos e incentivaron en forma importante los ingresos de capital en los años siguientes. Sin embargo, la tasa de

inflación doméstica fue superior a la tasa internacional durante un período prolongado. Consecuentemente, aunque se produjo una marcada caída de la tasa de inflación, ésta no fue lo suficientemente rápida para evitar una considerable apreciación del tipo de cambio. La distorsión de precios relativos implicó el fuerte aumento del precio de los bienes no comerciables en relación a los comerciables y el incremento de los salarios medios y los costos unitarios de producción en relación al resto del mundo.

La interacción entre estos factores positivos y negativos dio lugar a dos fases bien diferenciadas en la evolución de la economía. La primera comprende el período que va de la aplicación del Plan a la crisis mexicana de diciembre de 1994. La segunda fue abierta por ese episodio y se desarrolla hasta la actualidad. La primera fase fue muy exitosa en términos de crecimiento del PBI y profundización financiera. La segunda mostró un deterioro del escenario macroeconómico y una reversión parcial de los desarrollos financieros de la primera. El Cuadro 1 muestra la evolución de los indicadores macroeconómicos más importantes bajo el régimen de convertibilidad.

[INSERTAR CUADRO 1]

Los años 1991-94 se caracterizaron por una expansión del PBI de 40%. El ascenso del nivel de actividad fue liderado por los sectores de servicios y de producción de bienes de consumo durables y automóviles. La caída de la inflación y el rápido crecimiento del crédito impulsaron la demanda, tanto de bienes de consumo como de bienes de capital.

Como contraparte del importante aumento de la demanda doméstica hubo un fuerte deterioro de las cuentas comercial y corriente del balance de pagos. En contraste con los superávits registrados en 1990 y 1991, la cuenta comercial mostró crecientes déficit de 1992 a 1994. Alimentado por este desequilibrio, el déficit de cuenta corriente creció continuamente y llegó a 5.2% del PBI en 1994. Un desequilibrio de esta magnitud solo podía sostenerse gracias a los masivos ingresos de capital experimentados en el período. Los ingresos de capitales fueron superiores a la demanda de fondos derivada del déficit corriente y hubo una significativa acumulación de reservas.

Bajo el esquema de caja de conversión la acumulación de reservas generó un fuerte aumento de los agregados monetarios y el crédito. El incremento de los agregados monetarios domésticos fue acompañado por una profundización de la dolarización del sistema bancario local, que tomó fuerza porque la convertibilidad otorgó validez legal a contratos suscritos en cualquier moneda. La expansión monetaria indujo un significativo aumento de la demanda agregada. Dada la amplia brecha existente entre la capacidad productiva y el producto, éste respondió vigorosamente al aumento de la demanda, pero con un creciente déficit externo.

La devaluación mexicana de diciembre de 1994 mostró claramente que es muy peligroso depender excesivamente del ahorro externo para sostener la estabilidad y el crecimiento. Como consecuencia de la caída en la disponibilidad de fondos externos después de la crisis mexicana, el PBI cayó 4.6% en 1995 mientras el desempleo alcanzó el 18.6% en mayo de 1995. Al mismo tiempo hubo una fuerte contracción de la inversión.

El equilibrio fiscal alcanzado en 1993 se había deteriorado al tiempo de la crisis mexicana. Esto contribuyó a empeorar sus efectos. Pese al aumento nominal de 65% en los ingresos tributarios entre 1991 y 1994, el ahorro corriente del sector público permanecía bajo debido a un aumento similar en los gastos. Adicionalmente, la reforma del sistema de seguridad social a mediados de 1994 desvió hacia los fondos privados de jubilación contribuciones que venían financiando el sistema público. Se calcula que el déficit generado por la reforma es de alrededor de un punto porcentual del PBI (2.800 millones de dólares). Así, el resultado del sector público no financiero fue deficitario en el segundo semestre de 1994 por primera vez desde 1991. Aunque ese déficit era insignificante en comparación internacional, representó una importante dificultad para un gobierno que había propuesto mantener en cero o menos la necesidad de financiamiento, particularmente en vista de las nuevas (más adversas) condiciones financieras internacionales.

La estabilidad del sistema financiero fue inmediatamente afectada por el abrupto cambio de expectativas provocado por la devaluación mexicana. Este desató una corrida sobre las reservas internacionales y los depósitos bancarios que provocó un hundimiento de los precios de los activos e importantes egresos de capital. Entre diciembre de 1994 y mayo de 1995, cuando tocaron fondo los depósitos bancarios (en pesos y dólares), los fondos retirados representaron un 17.5% del total de depósitos. El crédito y el sobregiro resultaron severamente restringidos y las firmas se vieron imposibilitadas de endeudarse para mantener su capital de trabajo en contexto de fuerte caída de las ventas. La proporción de cartera en mora creció fuertemente.

Las autoridades, sin embargo, consiguieron mantener la inestabilidad bajo control. Dos factores fueron cruciales para posibilitar este resultado. Primero, el Banco Central desarrolló políticas más activas que en el pasado reciente. En algunos casos esas políticas implicaron un fuerte desvío de la ortodoxia. En particular, el gobierno apoyó activamente bancos mediante redescuentos y reduciendo la proporción exigida de reservas. Segundo, un paquete de ayuda coordinado por el FMI fue crucial para mejorar las expectativas. El acuerdo con el FMI dio lugar a un paquete de ayuda por 8 mil millones de dólares, sin el cual el Programa de Convertibilidad podría haber colapsado.

## **b) El movimiento de capitales en los años noventa**

El Cuadro 2 muestra la evolución de la cuenta de capital en los últimos quince años, desde el comienzo de la crisis de la deuda.

[INSERTAR CUADRO 2]

Como puede verse, hay un gran contraste entre los años ochenta y noventa. En primer lugar, hubo un marcado aumento en el volumen de los flujos en la década presente en comparación con el período de la crisis de la deuda. El superávit medio anual de la cuenta de capitales en los noventa es aproximadamente tres veces mayor que el promedio de los ochenta: los flujos anuales crecieron de 3 mil millones, en 1981-90, a 9 mil millones en 1991-95. En segundo lugar, es diferente la composición de los flujos. Como muestran las dos últimas columnas del Cuadro 2, en los años ochenta las principales fuentes de crédito eran compensatorias, mientras que en los noventa la mayor parte del crédito fue autónomo. El cambio en el escenario internacional es un factor importante para explicar este contraste. En los años ochenta Argentina enfrentaba un apretado racionamiento en los mercados internacionales. Consecuentemente, los fondos necesarios para financiar el desequilibrio de la cuenta corriente eran financiamiento involuntario (atrasos) u obtenidos vía las agencias multilaterales. La mayor oferta de fondos que fluyó a los mercados emergentes y la reducción de la tasa de interés internacional hizo mucho más fácil el acceso de Argentina a los fondos de mercados en los noventa. Las últimas dos columnas del Cuadro 2 muestran la tendencia sistemática a la sustitución de financiamiento compensatorio por financiamiento de mercado entre 1991 y 1994. De hecho, en 1993, en el máximo de los ingresos de capital, el flujo de capitales compensatorios fue negativo, dado que el país estaba pagando deuda compensatoria existente. Las fuentes más importantes de fondos voluntarios eran del

crédito comercial, la inversión extranjera directa (privatizaciones) y la repatriación de capital.

La mayor parte de los ingresos de capital se destinó a financiar el desequilibrio de la cuenta corriente. El déficit comercial es el principal factor explicativo del creciente déficit de cuenta corriente entre 1991 y 1994. Esto resultó del fuerte aumento de las importaciones, combinado con el relativo estancamiento de las exportaciones en los primeros cuatro años de la convertibilidad. La alta tasa de crecimiento de las importaciones obedeció al fuerte aumento de la demanda y el nivel de actividad, a la liberalización del comercio y a la apreciación del tipo de cambio.

Las mencionadas características de la trayectoria de la economía en los primeros cuatro años de la convertibilidad cambiaron completamente después de la devaluación mexicana. Como puede verse en el Cuadro 2, hubo una importante contracción del déficit en cuenta corriente. Su causa fue la desaparición del déficit comercial. En un año hubo una reversión del déficit comercial de aproximadamente seis mil millones de dólares, originada en el aumento de las exportaciones y en la reducción de las importaciones. Las principales causas del aumento de las exportaciones fueron la mejora de los términos del intercambio (aproximadamente 10%) y el aumento de las importaciones del Brasil. Las exportaciones a Brasil crecieron de 3.6 mil millones en 1994 a 5.5 mil millones en 1995. La caída de las importaciones fue inducida por la recesión.

También cambió la composición de los flujos de capitales después de la crisis mexicana. En contraste con lo que venía ocurriendo con la demanda de capitales compensatorios, en 1995 el gobierno debió recurrir a las agencias multilaterales para compensar la reducción de los flujos de capital voluntarios. También hubo un aumento de la demanda gubernamental de fondos en los mercados internacionales. Sin embargo, el aumento de los flujos destinados al financiamiento del sector público no compensó totalmente la contracción de los flujos correspondientes al sector privado. Como resultado, entre 1994 y 1995 el volumen de flujos de capitales voluntarios declinó 7.2 mil millones de dólares mientras que el superávit de la cuenta de capital cayó 6.6 mil millones de dólares (Cuadro 2). Esta caída hizo necesario un fuerte ajuste en la economía.

La operación compensatoria del gobierno y el cambio en el portafolio del sector privado pueden verse claramente en el Cuadro 3, que muestra la evolución trimestral de los movimientos de capital.

[INSERTAR CUADRO 3]

El cuadro muestra que las consecuencias más importantes de la crisis mexicana se presentaron en los primeros tres trimestres de 1995, particularmente en el primero, cuando la columna correspondiente al sector privado muestra un egreso de capitales de 3 mil millones de dólares. Por otro lado, la columna correspondiente al gobierno muestra el incremento de la demanda de financiamiento externo **pari passu** con la caída de los flujos de capital privados. Esta estrategia de la autoridades parece haber prevenido una crisis de balance de pagos. En el último trimestre de 1995 no solo el gobierno sino también el sector privado mostraban superávit significativo en la cuenta de capitales. Sin embargo, debe tomarse en cuenta que dos factores fueron fundamentales [ara hacer viable esa estrategia: primero, el apoyo del FMI; segundo, la evolución favorable de los mercados internacionales de capital después del "efecto tequila", en la trayectoria de la tasa de interés y la recomposición de los flujos hacia los mercados emergentes.

### c) Las fluctuaciones de corto plazo, la brecha externa y los precios relativos.

Las fluctuaciones agregadas de corto plazo en los años noventa muestran diferencias respecto de los años ochenta, pero también importantes similitudes. Ambas, similitudes y diferencias, son relevantes para entender la relación entre la inversión y los movimientos de capital.

[INSERTAR CUADRO 4]

El Cuadro 4 muestra que la tendencia general de la actividad económica a lo largo de los ochenta fue negativa. Sin embargo, la demanda y el producto siguieron trayectorias cíclicas con fases de alrededor de dos años de duración. En los ochenta hubo dos períodos expansivos: 1983-84 y 1986-87. El primero fue una modesta recuperación que siguió a la fuerte recesión inducida por el ajuste inicial a la crisis de la deuda. La otra fase expansiva siguió a la aplicación del plan Austral de estabilización en julio de 1985.

La dinámica macroeconómica espasmódica exhibida por la economía en los años ochenta está relacionada con la crisis de la deuda externa, pero no se inaugura con ella. De hecho, la trayectoria de la economía muestra un comportamiento similar desde mediados de los años setenta. Cuando se analizan en conjunto los quince años que van de 1975 a 1990, resulta claro ver que las políticas jugaron un importante rol como determinantes de las fases del ciclo. Por un lado, los shocks de política indujeron generalmente las fases expansivas. La expansión de fines de los años setenta y la de mediados de los ochenta fueron generadas por programas de estabilización que incluyeron la instrumentación del tipo de cambio como ancla de las expectativas y las decisiones de precios y salarios (sostenida por los ingresos de capital en el caso de los años setenta). Por otro lado, las contracciones también fueron en todos los casos inducidas por paquetes de ajuste, que incluían típicamente la devaluación para reequilibrar el sector externo.

Este patrón no cambió con el régimen de convertibilidad y la mayor disponibilidad de fondos de los años noventa: han habido fuertes fluctuaciones y los factores de política continúan siendo importantes. La principal diferencia que revela la comparación del período 1991-94 con las fases expansivas precedentes es la mayor duración y las significativamente más altas tasas de crecimiento experimentadas en los noventa.

El Cuadro 4 destaca las fuertes fluctuaciones experimentadas por las variables agregadas en el período de convertibilidad. Durante la fase expansiva de 1991-94 el producto creció a una tasa media anual de 8.9%, la demanda 12.6% al año, el consumo 10% al año y la inversión 25.5% al año. La expansión fue relativamente más intensa en los primeros dos años. Debe tomarse en cuenta, sin embargo, que en 1990 el producto era 10% inferior al de 1980, la demanda doméstica era 21% menor y la inversión se había contraído 55% durante la década de los ochenta. Por otro lado, la recesión de 1995 también fue abrupta: el producto cayó 4.6%, la demanda doméstica 8.4% y la inversión 16.3%.

La importancia de los factores de política en la determinación de la trayectoria de corto plazo de la economía puede ser ejemplificada comparando la convertibilidad con el plan Austral. El shock de estabilización de mediados de los ochenta tuvo efectos de impacto similares a los observados en el período 1991-94: en el período expansivo, aunque las tasas de crecimiento fueron inferiores a las observadas en los noventa, la utilización del tipo de cambio como ancla determinó tendencias semejantes en los precios relativos y en el patrón de expansión de la demanda. También se observó un patrón de demanda recesivo en la fase recesiva, particularmente en relación con la caída de la inversión. Esto resulta llamativo porque en contraste con los ochenta, la recesión de 1995 no fue inducida por un shock de política (una devaluación) sino por un cambio de expectativas que operó directamente sobre el gasto y vía la contracción monetaria inducida por la caída de reservas y la fuga de capitales. Como ya fue

mencionada en la sección precedente, en un contexto de cuenta de capital abierta los flujos privados de capital no contribuyeron a moderar las fluctuaciones macroeconómicas sino a acentuarlas, ya que siguieron un patrón procíclico.

Un último punto en relación con las características de las fluctuaciones de corto plazo es que la evidencia sugiere que a pesar de las reformas estructurales, no parece haberse producido un cambio significativo en la dinámica de la inversión agregada. Como en los ochenta, en las fases expansivas (recesivas) el aumento (caída) de la demanda parece asociarse principalmente con la expansión (contracción) de la demanda doméstica y el producto. Analizaremos más formalmente esta hipótesis más adelante.

Hay una característica de la experiencia de 1995 que puede ser mencionada aquí en favor de la hipótesis de una fuerte relación entre la inversión y la demanda doméstica. En 1995 la contracción de la inversión se dio conjuntamente con un fuerte salto en las exportaciones que, **ceteris paribus**, hubiera implicado un crecimiento del 3% del PBI. En consecuencia, si despreciamos los efectos cruzados para simplificar el argumento, la dinámica macroeconómica de 1995 puede estilizarse como el resultado de dos shocks de signo opuesto: el efecto tequila - causante de una contracción en la demanda doméstica de 8.4% - y el shock positivo sobre las exportaciones equivalente a 3 puntos porcentuales del PBI. Como el resultado en 1995 fue una profunda contracción de la inversión, esto sugiere que los factores relacionadas con la demanda doméstica tienden a ser más importantes y dominar la influencias positivas derivadas del aumento de las exportaciones.

Otro de los cambios relevantes inducidos por la mayor disponibilidad de financiamiento externo fue, obviamente, el relajamiento de la restricción externa. Esto contribuyó en forma importante al cambio en la dinámica macroeconómica porque una consecuencia directa fue, como se mencionó arriba, la reversión del superávit comercial.

Un conjunto de hechos estilizados relevantes en relación a esa cuestión son destacados a través de la observación de la evolución del ahorro bruto interno. Esto es, la porción no consumida de los recursos generados en el territorio, disponible para ser asignada entre inversión y superávit comercial. Los cuadros 5 y 6 muestran la evolución de esta variable medida a precios corrientes y a precios constantes.

[INSERTAR CUADROS 5 Y 6]

El Cuadro 5 muestra que en los ochenta una significativa parte del ahorro bruto interno fue absorbida por el superávit comercial. Un gran superávit comercial era necesario para servir la deuda externa. Para una tasa dada de ahorro interno, eso tendía a desplazar la inversión. En contraste con los años ochenta, la cuenta comercial se tornó negativa en los noventa. Este cambio eliminó la necesidad de utilizar ahorro interno para financiar la transferencia externa y, consecuentemente, hizo posible el aumento de la inversión. Sin embargo, la tasa de inversión media de los noventa fue solo ligeramente mayor que la del quinquenio precedente, como puede verse en el Cuadro 5. Efectivamente, la reducción del superávit comercial permitió un incremento de casi 5 puntos porcentuales del PBI en la demanda doméstica (DD) entre los años noventa y el quinquenio precedente, pero prácticamente la totalidad de este incremento resultó del aumento de la tasa de consumo. Esta es la razón por la cual en los años noventa, aunque la reducción del superávit comercial liberó recursos que podrían haberse utilizado en la formación de capital, la tasa de inversión no aumentó. Los fondos fueron utilizados para financiar un incremento del consumo y, consecuentemente, la tasa de ahorro bruto interno cayó conjuntamente con el superávit comercial.

El argumento precedente, sin embargo, se refiere a los promedios quinquenales y oculta un hecho importante relativo a la evolución conjunta de la inversión y la cuenta comercial. Se destaca una asociación cuando se observa esa evolución año a año en los noventa. Esto resulta de la forma en que se produjo el aumento en la tasa de consumo. La propensión al consumo tuvo un salto en 1991 y tendió a permanecer estable en su nuevo nivel en los años siguientes. En consecuencia, fue la tasa de inversión la que se incrementó conjuntamente con el déficit comercial en la fase expansiva. En 1994, el máximo de la tasa de inversión coincidió con el máximo del déficit comercial. Después, en la fase recesiva, el ajuste recayó casi completamente sobre la tasa de inversión, mientras la tasa de consumo mostró una relativa inelasticidad a la baja. En 1995, el equilibrio de la cuenta comercial fue alcanzado con una tasa relativamente baja de inversión.

El último punto que merece resaltarse en relación a la dinámica macroeconómica se refiere a la evolución de los precios relativos. La diferencias entre los indicadores presentados en los Cuadros 5 y 6 muestran claramente que el régimen de convertibilidad y el aumento de la oferta de fondos indujeron importantes cambios en los precios relativos. Los cambios de precios relativos más significativos son los del comercio exterior y los bienes de inversión. El precio relativo del consumo no tuvo cambios significativos. El Cuadro 7 presenta la evolución de los precios relativos.

[INSERTAR CUADRO 7]

En los años noventa los precios relativos de las exportaciones y las importaciones se redujeron, respectivamente, 33% y 38% respecto al quinquenio precedente. La baja obedeció principalmente a la apreciación del tipo de cambio. En este contexto, después de la liberalización comercial, el coeficiente de exportaciones se contrajo 2.3 puntos porcentuales del PBI y el coeficiente de importaciones aumentó 2.6 puntos porcentuales del PBI. Este rasgo resultó principalmente de la apreciación cambiaria, ya que el volumen y el valor en moneda internacional del comercio exterior aumentaron significativamente en el período. Medido a precios constantes de 1986, el grado de apertura exterior de 1995 casi duplica el de la segunda mitad de los ochenta. En la fase expansiva 1991-94, las importaciones medidas a precios constantes pasaron de una media de 6.4% del PBI, en la segunda mitad de los ochenta, a 17.2% del PBI en 1994. En esta fase el coeficiente de exportaciones permaneció estancado en una cifra semejante a la de la segunda mitad de los ochenta. En la recesión de 1995 el coeficiente de importaciones se incrementó y aumentó significativamente el coeficiente de exportaciones.

El precio relativo de los bienes de inversión se redujo en los noventa 12% respecto del quinquenio precedente, como muestra el Cuadro 7. La reducción obedece a la baja del precio relativo de los bienes de capital importados y se explica por la apreciación del tipo de cambio y la eliminación de tarifas.

## 2. EL AHORRO Y LA INVERSION

La dinámica macroeconómica que comentamos en la sección precedente conformó la trayectoria temporal del ahorro y la inversión en los años noventa. En esta sección adoptamos una perspectiva más enfocada en el largo plazo para analizar las tasas de ahorro e inversión resultantes de esas trayectorias temporales. La segunda parte de la sección se enfoca sobre los determinantes y la asignación de la inversión.

### a) La tasa de ahorro

Durante el período de convertibilidad se produjeron importantes cambios en los roles del ahorro nacional y del ahorro externo en el financiamiento de la inversión. En el Cuadro 8 se muestran el ahorro nacional y el ahorro externo como proporciones del PBI. La comparación entre el quinquenio 1991-94 y la segunda mitad de los ochenta muestra que entre ambos periodos hubo un aumento de 2 puntos porcentuales del PBI en la utilización del ahorro externo, que financió un pequeño aumento de la tasa de inversión y una pequeña caída de la tasa de ahorro nacional.

[INSERTAR CUADRO 8]

La tasa de ahorro nacional se redujo sistemáticamente en los ochenta y alcanzó un mínimo de 14.1% del PBI en 1989. Esta tasa se redujo en los dos primeros años de la fase expansiva, tendió a aumentar hasta 1994 y se mantuvo constante en la recesión de 1995. La tasa de ahorro nacional de 1994, el año de mayor actividad y tasa de inversión del período, es similar a la de 1990. Así, el aumento de 7 puntos porcentuales del PBI en la tasa de inversión entre 1990 y 1994 se financió completamente con un incremento equivalente en el ahorro externo. En 1995, la caída de 2.5 puntos del PBI en la tasa de inversión respecto al año precedente tuvo como contraparte una reducción similar del ahorro externo.

Esta evolución de la tasa de ahorro señala claramente que la convertibilidad y las reformas estructurales no revirtieron uno de los rasgos más negativos de los años ochenta: la reducción de la tasa de ahorro nacional. Aunque el consumo agregado y el consumo per-capita se contrajeron a lo largo de los ochenta, la tasa de consumo mostró una tendencia sistemática al aumento. De hecho, esta tendencia no solo no se revirtió en los años noventa sino que se profundizó. Como fue mencionado arriba, hubo un salto permanente en la propensión a consumir en 1991, en coincidencia con el programa de estabilización y el ingreso de capitales. Este salto en el consumo es lo que explica la caída de la tasa de ahorro bruto interno mostrada en el Cuadro 5. En los años noventa, la tasa de ahorro bruto interno resultó 4 puntos porcentuales de PBI inferior a la del quinquenio precedente y casi 7 puntos inferior a la del primer quinquenio de los ochenta.

[INSERTAR CUADRO 9]

Un punto que merece resaltarse es que la reducción del precio relativo de los bienes de capital aumentó significativamente el potencial de financiamiento de inversión del ahorro, como se muestra en el Cuadro 9 y se discute más adelante.

#### **b) La tasa de inversión**

A lo largo de los años ochenta, las sucesivas rondas de ajuste determinaron una progresiva y acentuada reducción de la tasa de inversión. La reversión de esta tendencia fue un resultado positivo de la estabilización y la reanudación de los ingresos de capital. Como ya fue mencionado, la tasa de inversión mostró una tendencia a aumentar en la fase expansiva, desde un mínimo de 13.2% del PBI en 1990. Sin embargo, el Cuadro 5 muestra que pese a ese comportamiento, la tasa de inversión fue solo medio punto porcentual del PBI mayor que la del quinquenio precedente. La tasa máxima del período, la del año 1994, es similar a la media de la primera mitad de los ochenta. Con la recesión de 1995 la tasa de inversión se contrajo nuevamente a un nivel semejante a la media de los noventa.

Debe tomarse en cuenta, sin embargo, que como resultado de la caída del precio relativo de los bienes de capital, la tasa de inversión a precios constantes es mayor que la tasa a precios corrientes. La tasa de inversión a precios constantes había alcanzado un mínimo de 13.4% del PBI en 1990. En la fase expansiva 1991-94 se incrementó 10 puntos porcentuales del PBI, alcanzando 23.6% del PBI en 1994. Dos tercios de este incremento resultaron del aumento de la tasa de inversión medida a precios corrientes y un tercio de la reducción del precio relativo de los bienes de inversión. Con la recesión de 1995, la tasa de inversión cayó a 20.7% del PBI. Solo en los años 1993-94 la tasa de inversión superó las tasas del período posterior a la crisis de la deuda. La tasa de 1995 es similar a la media del primer quinquenio de los años ochenta.

Del análisis de la evolución del ahorro y la inversión se sigue que la apreciación del tipo de cambio tuvo un efecto benéfico en la medida que la reducción del precio relativo de los bienes de capital incrementó el potencial de financiamiento de inversión del ahorro. Sin embargo, debe ser resaltado que la consistencia entre el aumento de la tasa de inversión a precios constantes, el comportamiento de la tasa de ahorro nacional y el grado de utilización del ahorro externo es contingente al tipo de cambio real apreciado.

La situación de 1994 es un buen ejemplo de los problemas que esa situación puede generar. En el pico de la fase expansiva, la tasa de inversión a precios constantes máxima que se alcanzó en los noventa fue de 23.6%. Aunque mayor que cualquier tasa de inversión de la década de los ochenta, resulta semejante a las previas a la crisis de la deuda. En este año la tasa de ahorro nacional - a precios corrientes - era 15% del PBI - cifra similar a las más bajas tasas de ahorro nacional de los ochenta - y el ahorro externo alcanzó 5.2% del PBI. Esta situación probó no ser sostenible cuando los ingresos de capita se detuvieron después de la devaluación mexicana. Con el ajuste de 1995 la utilización de ahorro externo se redujo a 2.6% del PBI, la tasa de ahorro nacional se mantuvo en 15.1% del PBI y la tasa de inversión a precios constantes cayó a 20.7% del PBI, sin que una devaluación provocara un aumento del precio relativo de los bienes de capital importados, como ocurriera tradicionalmente en situaciones análogas.

Podría decirse como resumen que si bien la apreciación cambiaría favorece la capacidad de acumulación de capital físico de determinado monto de ahorro, el contexto macroeconómico, del cual el tipo de cambio apreciado es un ingrediente esencial, parece haber inducido al mismo tiempo un comportamiento del ahorro nacional que restablece la disponibilidad de ahorro externo como restricción operativa sobre la tasa de inversión.

#### **c) La asignación de la inversión**

No se cuenta con información sobre el destino sectorial de la inversión que permita un análisis exhaustivo del tema. En su reemplazo, en este punto examinamos un conjunto de datos parciales con el propósito principal de encontrar evidencia empírica respecto a la orientación de la inversión entre actividades comerciables y no comerciables.

La hipótesis que guía el análisis es que la composición sectorial de la inversión debería haberse sesgado hacia las actividades no comercializables. Así lo sugieren tanto las tendencias de la demanda en la fase expansiva 1991-94 como el cambio de precios relativos que tuvo lugar en el período. Los datos de diferentes fuentes que mostramos a continuación tienden a avalar esa hipótesis.

#### **La inversión de las empresas privatizadas**

Las empresas que fueron privatizadas o dadas en concesión entre 1990 y 1993 estuvieron sometidas en los años ochenta a una restricción de financiamiento que limitaba sus posibilidades de inversión. La privatización y la desregulación en un contexto de financiamiento fluido generaron a un mismo tiempo los incentivos y las condiciones para producir un fuerte aumento de la inversión en esas actividades. Además, los compromisos de inversión fueron parte de las cláusulas en la mayor parte de los contratos de privatización y concesión. Como puede verse en el Cuadro 10, en 1994 el monto de inversión (en pesos corrientes) de esas empresas cuadruplicaba la inversión que las mismas realizaban en 1991. El crecimiento de la inversión en estas actividades superó largamente el aumento de la inversión total. Con la excepción de combustibles - sector en el cual el país exporta e importa cierta proporción de la producción y el consumo locales - se trata en todos los casos de actividades no comercializables y gran parte del aumento se concentra en comunicaciones.

[INSERTAR CUADRO 10]

Sin embargo, si bien el fenómeno es importante, no proporciona una indicación fuerte sobre el sesgo de la inversión total, porque la inversión de las empresas privatizadas es una proporción pequeña de la inversión bruta fija, que sumaba alrededor de 55 mil millones de pesos en 1994.

### **El destino de la inversión extranjera directa**

Contamos con un análisis según destino sectorial de proyectos de inversión extranjera directa recopilados por una agencia privada en los años 1994-95. Los datos agregan compras de empresas, joint-ventures y proyectos de inversión. Hemos clasificado las actividades en comerciables y no comerciables y hemos separado el sector automotriz, sujeto a un régimen especial de protección y comercio exterior. Los datos se presentan en el Cuadro 11.

El cuadro muestra que aproximadamente la mitad del monto total se destina a actividades no comerciables, un 30% a actividades comerciables y 20% al sector automotriz.

[INSERTAR CUADRO 11]

### **El destino sectorial de las importaciones de bienes de capital**

El Cuadro 12 muestra la composición del gasto en inversión entre 1980 y 1994, desagregado en construcciones y equipos. Medida a precios corrientes, la estructura no ha cambiado significativamente en los noventa respecto de los ochenta. En cambio, la composición de la inversión medida a precios constantes muestra un aumento significativo de la proporción de equipos. La proporción de equipos incluye maquinarias y equipos de producción y también equipos auxiliares, tales como equipos de computación para oficinas y equipos de comunicaciones.

[INSERTAR CUADRO 12]

Como fue comentado, no existe información disponible sobre la asignación sectorial de la inversión, pero sí contamos con información sobre la composición y destino sectorial de las importaciones de bienes de capital, cuyo aumento explica buena parte del incremento de la inversión en equipos. Mientras la inversión bruta fija a precios constantes se multiplicó por un factor de 2.2 entre 1990 y 1994, las importaciones de bienes de capital (incluyendo los mencionados equipos auxiliares) aumentaron en el mismo período 9.5 veces. Las importaciones de bienes de capital representaron en 1994 16% de la inversión bruta y aproximadamente 50% del gasto de inversión en equipos.

[INSERTAR CUADRO 13]

Las variaciones en la composición y en la asignación sectorial de las importaciones de bienes de bienes de capital se muestra en Cuadro 13, que presenta las tasas medias anuales de aumento según sectores de actividad en el período 1990-94. Desagregamos los sectores de agricultura, minería e industria manufacturera - productores de bienes comercializables - y agrupamos el resto de los sectores de la clasificación de actividades en "otros sectores" - productores de servicios básicamente no comercializables.

Los cambios en la composición y destino sectorial de las importaciones de bienes de capital se perciben claramente en la tabla 13, que compara la estructura del período 1991-94 con la del período 1987-90. La clasificación de sectores de destino es la misma del cuadro precedente. Para la agrupación "otros sectores" no ha sido posible clasificar los bienes de capital importados entre maquinaria y equipo de producción, por un lado, y equipo auxiliar, por otro.

Se destaca, en primer lugar, que la proporción de "otros sectores" en el total de importaciones de bienes de capital pasó de 46.8%, en 1987-90, a 60.1% en 1991-94. Las proporciones correspondientes a agricultura y minería son pequeñas y sus cambios resultan, en consecuencia, poco significativos. El aumento de la proporción correspondiente a las actividades no comercializables se explica por la caída de la proporción de la industria manufacturera, que se redujo de 50.5% a 36.9% entre ambos períodos. Mientras la tasa de crecimiento medio anual del total de importaciones de bienes de capital fue 75.6%, las de los sectores comercializables resultan todas inferiores y la tasa correspondiente a la industria fue 40.7%. Las importaciones de los sectores no comercializables crecieron a una tasa media anual de 88.9%.

### **Alguna evidencia sobre la inversión en la industria manufacturera**

Alguna evidencia sobre el destino de la inversión en la industria manufacturera en los noventa puede extraerse del Censo Económico de 1993, cuyos resultados han sido publicados recientemente. Hemos realizado un análisis econométrico cross-section en la industria manufacturera desagregada en 34 ramas. El análisis muestra un coeficiente de regresión significativo entre la inversión en equipos y el ratio exportaciones/producción. El coeficiente no es diferente de cero al 3% de significación.

Para la interpretación de este resultado deben tenerse en cuenta las siguientes consideraciones. El monto de las exportaciones manufactureras en 1993 era todavía semejante al de 1990. El único cambio destacable que había tenido lugar entre esos años era el aumento de las exportaciones de la rama automotriz, sujeta desde 1991 a un régimen especial de comercio exterior compensado. En consecuencia, las exportaciones

manufactureras de 1993 corresponden a las ramas de la manufactura que ya exportaban a fines de los ochenta - básicamente combustibles; commodities de origen agrícola, tales como aceites comestibles y cueros y commodities industriales, tales como aluminio y acero - a las que se agregaron las exportaciones de la rama automotriz. Es importante observar también que esta última rama fue la líder del crecimiento de la producción industrial ocurrido entre 1991 y 1993.

La asociación observada indica que las mencionadas fueron las ramas que tendieron a concentrar el aumento de la inversión en la industria manufacturera. El caso de la rama automotriz es el de interpretación más nítida, porque no solo exportaba una proporción de la producción - compensando el incremento de sus importaciones -sino que expandió fuertemente su oferta para atender el aumento de la demanda doméstica. En los otros casos, se trata principalmente de ramas que tenían condiciones de competitividad internacional a fines de los ochenta, intensivas en capital y con plantas de tecnología relativamente avanzada.

**d) El comportamiento de la inversión agregada.**

En este punto desarrollamos un análisis más riguroso de las hipótesis sobre el comportamiento de la inversión agregada sugeridas por las observaciones del punto 3.a). Las observaciones sugieren que el comportamiento de la inversión agregada no parece haber cambiado significativamente en relación a la década de los ochenta, pese a los importantes cambios implicados por las reformas estructurales y la reducción de la inflación. Esta es la hipótesis que exploramos aquí.

[INSERTAR GRÁFICO 1]

El Gráfico 1 muestra las series trimestrales a precios constantes del PBI, la demanda doméstica y la inversión bruta fija en el período 1980-95. Esta es la información utilizada en el análisis que sigue.

Para estilizar el comportamiento de la inversión agregada estimamos una función de inversión con el llamado modelo del acelerador flexible. La función estimada es:

$$I(t) = a_1 Y(t) + a_2 Y(t-1) + a_3 I(t-1) \quad (1)$$

La ecuación (1) se deriva aplicando la transformación de Koyck (Koyck 1954) a una ecuación de rezagos distribuidos deducida de un modelo con coeficientes constantes de capital-producto, depreciación y ajuste parcial del capital deseado.

La ecuación (1) puede escribirse:

$$I(t) = h k Y(t) - h k (1-d) Y(t-1) + (1-h) I(t-1),$$

donde los coeficientes tienen el significado explicado en la nota 7.

AA

3 3

3 3

3 Regresión 1 N.obs. = 63 3

3 3

$$3 I(t) = 0.372 DD(t) - 0.320 DD(t-1) + 0.892 I(t-1) - 221.9 \quad 3$$

$$3 (13.883) (-9.204) (14.861) ( \hat{A}1.676) \quad 3 \quad 3 \quad 3$$

$$3 R^2 = 0.943 R^2 \text{ adj.} = 0.940 F = 322.7 \quad 3$$

3 3

3 3

3 Test de Chow 3 3 3

$$3 F = 2.079 \text{ Prob.} = 0.096 \quad 3$$

3 3

3 Test de Chow de Proyección 3

3 3





portafolio de las firmas a un nivel más "micro".

#### a) La estructura de déficit y superávit sectoriales

Los cambios en la conducta de los agentes agregados en relación al ahorro y la inversión cambió significativamente la propensión de cada sector a generar/ absorber recursos financieros. En particular, bajo el régimen de convertibilidad, hubo una presión mucho menor de las necesidades fiscales de financiamiento sobre el mercado doméstico debido tanto a la renovada posibilidad de financiar el déficit en el mercado internacional como al ajuste estructural del sector público. Este hecho no sólo afectó el tamaño de la oferta y la demanda de activos financieros sino también las características y la composición de los instrumentos financieros emitidos por los agentes.

Una forma simple de ver cómo se crearon recursos financieros y cómo fueron absorbidos es examinar la evolución de los superávit y déficit generados por cada sector agregado. El Cuadro 14 muestra el ahorro y la inversión del sector privado, el sector gobierno y el resto del mundo en los últimos quince años.

[INSERTAR CUADRO 14]

El primer hecho de relevancia es que hubo una marcada caída en los requerimientos de fondos del gobierno. Como consecuencia del ajuste público, el déficit fue mucho más bajo en los noventa que en los ochenta. El déficit fiscal promedio cayó de 8.4 % del PBI en el período 1986-90 a 1.9 % en el período posterior a la implementación de la convertibilidad. Esta evolución del déficit fiscal fue el resultado de dos factores principales: la recomposición del ahorro del gobierno y la pronunciada caída de la inversión pública. El Cuadro 14 muestra esto claramente. Entre 1986-90 y 1991-95 hubo una caída en el déficit fiscal de 6.5 puntos porcentuales del producto y, de tal caída, 3.7 puntos son debidos al aumento del ahorro gubernamental y los restantes 2.8 puntos se explican por la reducción en la tasa de inversión.

La recomposición de la tasa de ahorro del gobierno entre el fin de los ochenta y los noventa fue, en primer lugar, una consecuencia del incremento en la recaudación que, a su vez, resultó de la elevación de la presión tributaria y la eliminación de los subsidios (especialmente los asociados a programas de promoción). El gasto de consumo no jugó un rol importante en el aumento del ahorro. De hecho, el consumo del gobierno subió en más de un punto porcentual del producto luego de la implementación de la convertibilidad.

El aumento en el consumo, no obstante, fue menor que la recuperación en la recaudación y, en consecuencia, el déficit fiscal cayó. Esta caída por sí sola, sin embargo, no era suficientemente importante para adaptar a la economía al régimen de convertibilidad. Debido a ello, el gobierno se vio obligado a reprimir los gastos en bienes de capital. Como puede verse en el Cuadro 14, la tasa de inversión pública es mucho menor en los noventa de lo que fue en los altamente inestables años ochenta.

A pesar de la importante reducción en el déficit fiscal, el superávit del resto del mundo no sólo no cayó sino que aumentó. Esto, obviamente, implica que la creciente demanda de ahorro externo durante el plan de convertibilidad se debió a la ampliación del déficit del sector privado. Entre 1986-90 y 1991-95 el sector privado incrementó su demanda neta de recursos financieros del resto del sistema en 8.5 puntos porcentuales del PBI. Este aumento en la necesidad de financiamiento fue satisfecha por un aumento del déficit de cuenta corriente de 2% del PBI y una caída del déficit fiscal de 6.5 puntos porcentuales. En otras palabras, hubo un destacable proceso de **crowding in** financiero a favor del sector privado.

¿Por qué el sector privado aumentó de manera tan significativa sus necesidades de financiamiento? Como el Cuadro 14 muestra, el aumento se explica por dos motivos: la caída en la tasa de ahorro y la recuperación de la tasa de inversión. Entre 1986-90 y 1991-95 se produce una reducción de 4.6 puntos porcentuales en la tasa de ahorro del sector privado al tiempo que la tasa de inversión experimenta un crecimiento de 3.9 puntos. Es importante tener en cuenta, no obstante, que la comparación de promedios de un lustro esconde algunos hechos de relevancia que caracterizaron la caída de la tasa de ahorro privado. El deterioro de la tasa promedio de ahorro durante el período de convertibilidad se explica por la fuerte declinación en la propensión a ahorrar que ocurre apenas comenzado el programa de estabilización. El efecto impacto de la estabilización parece haber sido bastante negativo en términos de los incentivos a ahorrar. Hay una diferencia de 5.4 puntos porcentuales del producto en la tasa de ahorro entre 1990 y 1992. Luego de este primer impacto, no obstante, la tasa de ahorro privado muestra una suave tendencia ascendente desde 1993 en adelante.

Hay una serie de factores que, en principio, son relevantes para entender la caída en la tasa de ahorro privada. El primero, es que al comienzo del programa hubo una caída en el ratio ingreso disponible/PBI debido al aumento de la presión tributaria y la reducción en los subsidios. Este hecho puede haber afectado negativamente el ahorro privado. En segundo lugar, hubo un aumento en la tasa de consumo luego de implementado el programa y son varias las variables que parecen relevantes para ello: la recomposición del crédito de consumo **pari passu** con la remonetización de la economía; la realización de consumos pospuestos durante el período de hiperinflación junto con los efectos de la apertura de la economía que aumentaron la gama disponible de productos de consumo; y el cambio en los precios relativos en favor de los bienes no transables que, **ceteris paribus**, aumentó el valor real del gasto en consumo. Uno podría también hacer la hipótesis de que debe haber actuado un efecto de "equivalencia ricardiana" debido a la reducción del déficit fiscal. Sin embargo, dadas las generalizadas fallas de mercado en los mercados de capital, tal hipótesis no parece plausible.

Se puede concluir, entonces, que la ampliación del desequilibrio de cuenta corriente se debió básicamente a la expansión en el nivel de gasto del sector privado. Esta es la razón por la cual uno de los efectos más relevantes de la crisis mexicana fue una reducción fuerte en los gastos del sector privado. El mecanismo de mercado que indujo tal ajuste operó básicamente a través del mercado de capitales. Luego de la crisis, en 1995, el sector privado enfrentó un súbito racionamiento en los mercados de crédito. En tal contexto, no resulta sorprendente que el ajuste del gasto privado fuera más fuerte en aquellos componentes más relacionados con la disponibilidad de crédito: durables de consumo y bienes de capital. Entre 1994 y 1995, hubo una declinación en el superávit del resto del mundo de 2.6 puntos porcentuales del PBI. De ellos 2.5 se explican por la reducción en las necesidades de financiamiento del sector privado. Resulta conveniente, para echar luz sobre este punto, analizar la evolución del sistema financiero y las decisiones financieras de las firmas.

#### b) Entradas de capital, profundización financiera y riesgo sistémico

Los recursos financieros liberados tanto por la caída en los requerimientos financieros del sector público como por la renovada corriente de entradas de capital cambiaron decisivamente el escenario de la decisión financiera. Vía la remonetización de la economía, el sistema bancario nacional fue uno de los más importantes canales para la reasignación de recursos hacia el sector privado. En un mundo diferente al de

Modigliani-Miller con la existencia de racionamiento del crédito, la mayor la disponibilidad de fondos alivió la restricción de crédito que sufrían las firmas y los consumidores y, de tal forma, incentivó la demanda de inversión y de bienes de consumo durable.

En los ochenta, la demanda por activos financieros emitidos dentro del sistema financiero interno se había desplomado. La demanda de dinero cayó debido a la persistencia de la alta inflación y la demanda por activos financieros nacionales de mayor período de maduración declinó debido a la incertidumbre generada por la crisis de la deuda. Junto con el declinante nivel de profundización financiera apareció el fenómeno de la fuga de capitales. Es natural, por lo tanto, que la abrupta reducción de la tasa de inflación y de la incertidumbre inducidas por el Plan de Convertibilidad hayan revertido tanto la fuga de capitales como la desmonetización. El Cuadro 15 muestra la fuerte recuperación en el grado de monetización de la economía desde 1991.

[INSERTAR CUADRO 15]

Como contrapartida de la recuperación de la demanda de dinero se produjo un significativo incremento en la oferta de crédito del sistema. El Cuadro 15 muestra el marcado movimiento ascendente de la oferta de crédito que se produce con posterioridad a la implementación de la convertibilidad. Dado que el sector público no demandó fondos internamente, el aumento en la disponibilidad de crédito favoreció al sector privado.

Este proceso de ascendente profundización financiera, sin embargo, mostraba varias deficiencias. En primer lugar, los coeficiente de dinero/PBI y de crédito/PBI son aún muy bajos; mucho más bajos que los observados en países de similar nivel de desarrollo. Un segundo rasgo negativo es que el incremento en la demanda de activos financieros muestra un sesgo en favor de instrumentos denominados en dólares. El mismo sesgo se observa en el crédito generado en el sistema. A pesar del hecho de que no existe una regulación específica del Banco Central, los bancos han tratado de aumentar los activos y pasivos denominados en dólares en forma paralela con el objeto de evitar una exposición excesiva al riesgo de devaluación.

El aumento en la proporción de instrumentos financieros denominados en dólares podría exacerbar la fragilidad financiera del sistema, como la crisis que siguió a la devaluación mejicana de hecho lo demostró. La razón de ello es que no es posible diversificar totalmente el riesgo de devaluación para el sistema como un todo. Si los depositantes y los bancos tratan de evitar el riesgo devaluatorio dolarizando sus portafolios, es el agente que toma prestado de los bancos el que debe soportar todo el riesgo de devaluación. Este riesgo puede ser muy alto para aquellos deudores que demandan crédito para financiar la producción de bienes no transables. Dado que el deudor puede quebrar, la dolarización del crédito y los depósitos no puede asegurar completamente a los bancos en contra de un cambio no anticipado en la tasa cambio. Una devaluación podría dar lugar a una crisis generalizada de pagos y la conducta de los bancos de variar en paralelo activos y pasivos en dólares podría no ser útil como seguro en contra del riesgo de insolvencia.

Esta relación estrecha entre la fragilidad financiera y el riesgo percibido de devaluación implica que en un sistema dolarizado la evolución del déficit de cuenta corriente y la disponibilidad de financiamiento externo afectarán directamente la estabilidad del sistema bancario.

Estas cuestiones pueden ilustrarse usando el Cuadro 16 que presenta la evolución del riesgo sistémico medido en base al "riesgo país". Luego de la implementación de la convertibilidad se pueden distinguir dos etapas. La primera comprende el período que va del lanzamiento del Plan de Convertibilidad a la crisis de México a fines de 1994. Al comienzo de esta etapa, el éxito de la estabilización indujo una reducción permanente y favorable en el nivel de riesgo sistémico. A pesar del creciente déficit de cuenta corriente, las autoridades no enfrentaron problemas de credibilidad en relación a la fijación de la paridad cambiaria debido a la fluidez de la oferta de fondos externos. Nótese, de cualquier forma, que el nivel de fragilidad financiera que subsistió luego de la caída de una vez que ocurre en 1991, produjo dos efectos negativos: hubo amplias fluctuaciones en el riesgo país y el nivel promedio del mismo ha sido bastante alto.

[INSERTAR CUADRO 16]

La crisis mejicana abre una segunda etapa. Inmediatamente después de la crisis, se produce un reflujo en las entradas de capital y una importante caída en la demanda de depósitos en el sistema bancario (ver Cuadros 3 y 15). Esto fue suficiente para poner en peligro la estabilidad del sistema financiero. El déficit del sector privado que era la fuente del desbalance en la cuenta corriente no podía financiarse por más tiempo. Los agentes, racionalmente, corrigieron hacia arriba su evaluación de la probabilidad de un abandono del régimen de convertibilidad y el riesgo país percibido saltó hacia arriba. El apoyo del FMI, actuando como prestamista de última instancia del país, junto con una reducción severa en el déficit de cuenta corriente, no obstante, produjeron una reversión en la tendencia ascendente del riesgo país en el segundo trimestre de 1995. La fuerte restricción de crédito de fuentes tanto internas como internacionales que sufrió el sector privado luego de la crisis, provocó la reversión de la fase ascendente del ciclo que había comenzado con el régimen de convertibilidad, y deprimió severamente la inversión.

### c) Las decisiones financieras de las firmas

Los flujos de capital y el aumento en la profundización financiera produjeron cambios notables en la estructura de capital de las empresas. La mayor disponibilidad de crédito que siguió a la liberalización permitió que las firmas prácticamente duplicaran sus niveles de apalancamiento entre 1990 y 1995. Aunque la tasa de crecimiento difiere entre los grupos de firmas, el nivel de apalancamiento en 1995 no era muy diferente entre ellas y el nivel promedio de apalancamiento (67.5%) es similar al observado en otras economías grandes de la región (82% en Brasil y 62% in México [López Larroy, et al., 1995]).

[INSERTAR GRAFICO 2]

Como puede verse en el gráfico 2, el apalancamiento promedio en 1995 era próximo al alcanzado por la economía en el período previo a la crisis de la deuda al comienzo de los ochenta. Aparentemente, el prolongado período de racionamiento de crédito externo que siguió a la crisis de la deuda forzó a las firmas a trabajar con ratios de apalancamiento que eran mucho menores que los óptimos o deseados. Una vez que los canales de crédito comenzaron a normalizarse, las firmas mostraron una fuerte preferencia por más altos niveles de endeudamiento.

Uno de los factores que afectó más adversamente a la inversión en los ochenta fue la incertidumbre generada por la situación macroeconómica que indujo un acortamiento en la duración de los contratos financieros. Como puede verse en el Gráfico 2, a pesar de la recuperación en los flujos de capital y la mayor disponibilidad de fondos en los noventa, la caída en el crédito de largo plazo no se revierte en los noventa. La incapacidad

del sistema para generar crédito de largo plazo persiste luego de 1991. El ratio entre el pasivo de corto plazo y de largo plazo para el conjunto de la muestra fluctuó alrededor de 67% entre la finalización de la hiperinflación y el comienzo de 1995.

Es necesario tomar en cuenta, no obstante, que en la economía Argentina hay mercados segmentados. Hay una marcada diferencia entre las empresas más grandes (las privatizadas y los grupos de nuestra muestra) y el resto: mientras el nivel de apalancamiento es más o menos similar, las empresas más grandes son mucho menos dependientes del financiamiento de corto plazo y no se observa una tendencia a la desaparición de este rasgo del sistema.

Una de las segmentaciones más importantes es la que existe entre los mercados internacionales y los internos. Sólo las firmas argentinas más importantes están en condiciones de acceder con cierta facilidad a los mercados internacionales y no necesitan apoyarse sólo en el sistema bancario interno para cubrir sus necesidades de crédito. Dos indicadores son relevantes en relación con esto. El primero es que, durante el período de convertibilidad, la deuda bancaria representó 26.4% de los pasivos totales en el caso de las firmas grandes y 43% en el caso de firmas medianas (López Larroy et al., 1995). El segundo es que, bajo la convertibilidad, los grupos y las empresas recientemente privatizadas muestran un aumento en la proporción de deuda denominada en dólares mientras que lo opuesto ocurre con el resto de la muestra, constituida por empresas de menor tamaño (Cuadro 17). En el caso de las empresas grandes, el financiamiento externo tiende a ser de un período mayor de maduración.

[INSERTAR CUADROS 17 Y 18]

¿Cómo afectaron estos cambios a la inversión real? El análisis de la hoja de balance de las firmas sugiere que las mismas privilegiaron la reconstrucción del "capital de trabajo" antes que la inversión real. En efecto, el Cuadro 18 muestra que los rubros que crecieron más en los noventa son "crédito comercial" y "caja". Este hecho está estrechamente relacionado con la recuperación de la intermediación financiera luego de la hiperinflación. El aumento del rubro caja refleja la recomposición de la liquidez mientras que el de "crédito comercial" se debe a la necesidad de reconstruir las relaciones de crédito inter-firmas. El crédito entre firmas se genera endógenamente por las relaciones entre clientes y proveedores de la firma y constituye el núcleo del sistema de crédito informal en la Argentina. En gran medida, las relaciones de crédito entre firmas fueron destruidas por la hiperinflación y ello tuvo consecuencias distorsionantes sobre la eficiencia de las firmas. Como en el caso del ratio de apalancamiento, parece razonable suponer que la inestabilidad macroeconómica y el racionamiento del crédito en los ochenta llevó a las empresas a operar con una cantidad subóptima de capital de trabajo. La rápida recuperación del crédito entre firmas **pari passu** con el incremento en la disponibilidad de crédito en el sistema formal sugiere que existe una importante correlación en los cambios en la oferta de préstamos entre el mercado formal y el informal.

#### 4. CONCLUSIONES

Hay una conclusión que se destaca en nuestro análisis de la experiencia argentina en lo que hace a la relación entre flujos de capital e inversión en los noventa: hubo una clara y positiva asociación entre la recuperación de las entradas de capital al comienzo de los noventa y la reversión de la tendencia descendente en la tasa de inversión que la economía arrastraba desde los ochenta. Es también claro que la reversión en las entradas de capital que se produce luego del Efecto Tequila, coincidió con una caída en la tasa de inversión. Aunque no podemos presentar un análisis acabado de los canales y de las conductas económicas de los agentes que generaron esta asociación entre inversión y movimientos de capital, sí podemos adelantar algunas hipótesis y hechos estilizados que pueden ser útiles para investigaciones futuras de la cuestión.

El primer punto es que en la experiencia argentina hubo un muy importante canal "indirecto" que conectó los flujos de capital con la inversión real. Tal canal operó vía los efectos de los movimientos de capital sobre la evolución macroeconómica. La mayor disponibilidad de fondos en los noventa suavizó el racionamiento de crédito que la Argentina sufrió luego de la crisis de la deuda. El relajamiento de la restricción externa, a su vez, hizo posible la estabilización de la economía. En particular, la disponibilidad de financiamiento externo permitió mantener el tipo de cambio nominal a pesar de la apreciación real de la moneda y el aumento del déficit de comercio. El mantenimiento del valor nominal de la paridad cambiaria resultó crucial para desinflacionar la economía a través del uso del tipo de cambio como ancla nominal. La consolidación de la estabilidad afectó positivamente a la inversión de varias maneras: vía la reducción en la incertidumbre macroeconómica que incentivó a los **animal spirits**; a través del aumento de la demanda de activos financieros domésticos que relajó la extrema restricción de crédito que las firmas experimentaron en los ochenta; y vía la recuperación de la demanda agregada puesta en marcha por la estabilización de la economía.

El segundo punto que nos gustaría remarcar es que también existe un canal directo que conecta la inversión y la oferta de fondos externos. Además del hecho obvio de que la inversión extranjera directa es parte de los flujos de capital, el canal directo opera debido a que en un mundo donde el teorema de Modigliani-Miller no se cumple, la restricción de crédito importa para la inversión. En tal situación, los cambios en la oferta de financiamiento externo tienen una influencia directa sobre el grado de severidad del racionamiento de crédito que la firma enfrenta. En el caso de la Argentina, este efecto es más pronunciado debido a dos factores: la existencia de un déficit permanente en la cuenta corriente y la existencia de un régimen de convertibilidad y dolarización. Bajo tales circunstancias, la oferta de crédito a las firmas y los consumidores es sumamente dependiente de los flujos de capital. En un contexto de convertibilidad y dolarización, el mecanismo más importante de expansión de la oferta de crédito en el sistema bancario opera vía los incrementos sea en las reservas internacionales sea en la demanda por "argendólares". De esta forma, el financiamiento de la inversión deviene en dependiente de los flujos de capital. Una debilidad de este esquema es que, **ceteris paribus**, cuanto mayor la volatilidad de la demanda de activos generados internamente (esto es, la demanda de  $M^*$ 3), mayor la volatilidad de la inversión. En realidad, en la primera sección del trabajo enfatizamos que las fluctuaciones macroeconómicas de los noventa fueron marcadas debido a que queríamos llamar la atención sobre la estrecha relación entre las fluctuaciones en los agregados macroeconómicos (y particularmente la demanda de inversión) y la inestabilidad en la demanda por activos internos.

Entre otras cosas, el grado de volatilidad en la demanda por activos internos (sean denominados en pesos o en dólares) **vis-a-vis** los activos externos depende del tipo de flujos de capital y del período de maduración de los instrumentos existentes en el mercado de capitales nacional. **Ceteris paribus**, cuanto más alta la proporción de fondos de corto plazo en los movimientos de capital y menor el plazo de maduración de los activos financieros internos, mayor la volatilidad de la demanda por activos domésticos. En el caso argentino, ambos factores -capitales de corto plazo y corto período de maduración- fueron importantes en la generación de la situación de fragilidad financiera que se produjo luego de la crisis mexicana de fines de 1994.

Un tercer hecho estilizado de los noventa que se enfatiza en el trabajo es que, a pesar de la reforma estructural, (y, particularmente, la apertura de la cuenta capital), la evolución de la demanda agregada es aún un determinante crucial de la demanda de inversión. A primera vista podría parecer inconsistente afirmar al mismo tiempo que la recuperación en los flujos de capital favoreció la inversión pero que, a nivel agregado, la inversión fue determinada por la evolución de la demanda agregada. Estos hechos, no obstante, no son inconsistentes. Es bien conocido que la

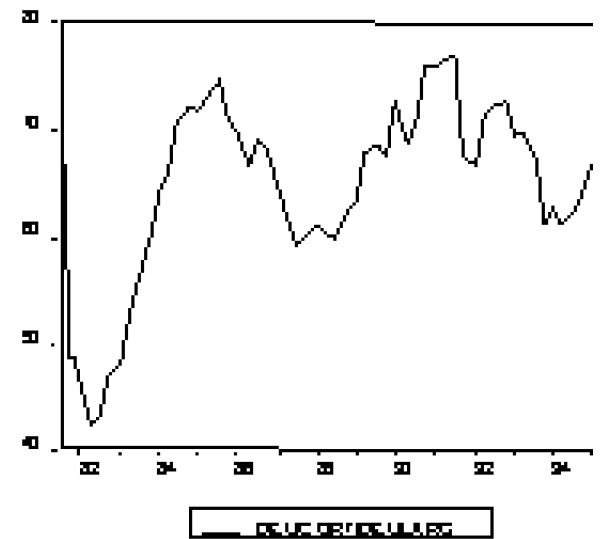
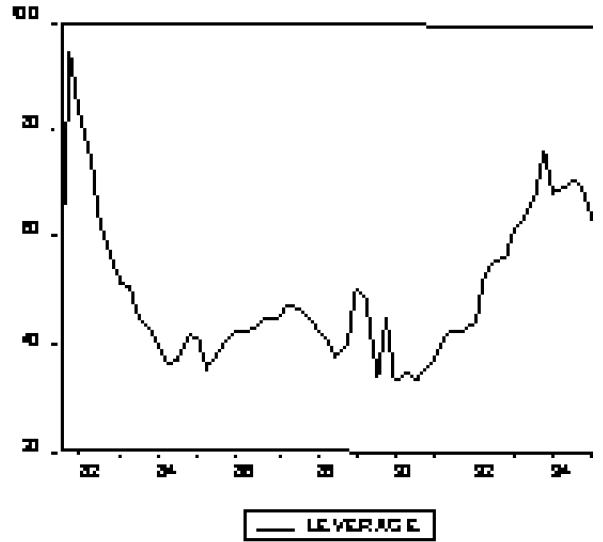
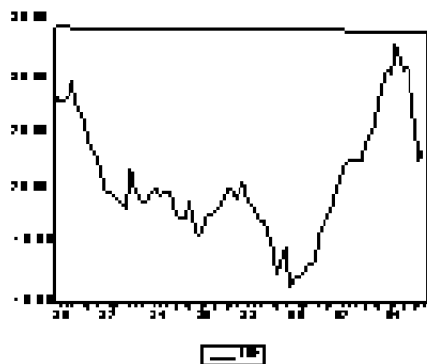
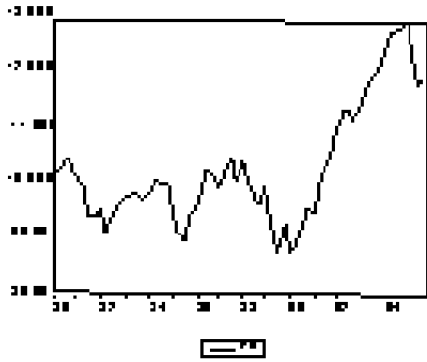
demanda agregada está altamente correlacionada con la evolución del flujo de caja de las firmas. En un mundo con imperfecciones en los mercados de capital las firmas tienden a seguir un **pecking order** al buscar fondos para financiar la inversión: en primer lugar prefieren los beneficios retenidos para financiar la inversión y sólo en segundo lugar eligen crédito bancario (o de mercado). La mayor disponibilidad de crédito de fuentes internacionales y del sistema doméstico generada por la recuperación en los flujos de capital abrió una nueva oportunidad para las firmas argentinas: recurrir al crédito para financiar la inversión. Esto sin duda tuvo un efecto positivo sobre la formación de capital. No obstante ello, en la Argentina el tamaño de los mercados financieros y de capital es muy reducido y existe un alto grado de segmentación en los mismos. Como se mostró al analizar la hoja de balance de las firmas cotizantes en la Bolsa de Buenos Aires, sólo un reducido grupo de grandes firmas mejoraron realmente su posición financiera en los noventa. En consecuencia, en el caso argentino, parece ser una hipótesis razonable la de postular que la demanda -que está íntimamente relacionada con la evolución del flujo de caja- es aún el principal determinante de la inversión para la mayor parte de los agentes que toman decisiones relativas a la formación de capital. Obviamente, esto no debería ser interpretado como una recomendación de política para incentivar la inversión. La sostenibilidad de la tendencia de la inversión depende de la sostenibilidad del crecimiento del producto y, consecuentemente, de la composición de la demanda y de la asignación de la inversión.

Precisamente, nuestro último punto tiene que ver con la sustentabilidad de largo plazo del sendero de crecimiento seguido por la Argentina en los noventa. La evolución del ahorro interno en las fases expansiva y contractiva sugiere que la política macroeconómica seguida en los noventa generó un conjunto de precios relativos que inducen una baja tasa de ahorro interno. Bajo esas circunstancias, las tasas de crecimiento y de inversión no pueden aumentar sin producir una tendencia al aumento en la dependencia de la economía respecto del ahorro externo. El Efecto Tequila mostró que el proceso puede devenir inestable.

### Bibliografía.

- Bekerman, M., y Sirlin P. (1995), Efectos del proceso de apertura y de integración sobre el patrón de especialización de la economía argentina, Centro de Estudios de la Estructura Económica, Universidad de Buenos Aires, Buenos Aires.
- Canavese, A. y P. Gerchunoff, (1996), "Reformas estructurales, productividad y tipo de cambio", Desarrollo Económico, Número Especial, Vol. 36, Verano, Buenos Aires.
- Chisari, O., J.M. Fanelli y R. Frenkel (1996), "Argentina: Growth Resumption, Sustainability and Environment", World Development, Vol. 24, No. 2, Great Britain.
- Chuvnosky, D., F. Porta, A. López y M. Chidiak (1996), Los límites de la apertura: liberalización, reestructuración productiva y medio ambiente, CENIT/Alianza Editorial, Buenos Aires.
- Fanelli, J.M. y R. Frenkel (1996), "Reanudación del crecimiento y sostenibilidad. La economía argentina en la década de los años noventa", en Mauricio Cárdenas (coord.) El crecimiento económico en América Latina. Teoría y práctica. TM Editores-Fedesarollo, Bogotá.
- Fanelli, J.M., G. Rozenwurcel y L. Simpson (1996), "Financial Liberalization in Developing Countries: The Argentine Experience in the Nineties", Mimeo, Cedes.
- Fanelli, J.M. y J.L. Machinea (1995), "Movimientos de Capitales en Argentina", en R. French-Davis y Stephany Griffith-Jones (comps.) Las nuevas corrientes financieras hacia la América Latina. Fuentes, Efectos y Políticas, Cap.4. ECLAC-EI Trimestre Económico No.81, Fondo de Cultura Económica, Chile-México, 1995.
- Gerchunoff, P. y J.L. Machinea, (1995), "Un ensayo sobre la política económica después de la estabilización", Instituto Torcuato Di Tella, mimeo, Buenos Aires.
- Goldsbrough, D. et al (1996), Reinvigorating Growth in Developing Countries. Lessons from Adjustment Policies in Eight Countries. Occasional Paper 139, International Monetary Fund, Julio, Washington D.C.
- Heyman, D. (1994), "Sobre la interpretación de la cuenta corriente", Desarrollo Económico, No. 135, Vol. 34, Buenos Aires.
- Koyck, Leendert M. (1954), Distributed Lags and Investment Analysis, Amsterdam, North-Holland.
- López Larroy, D., M. Anido, M. Adrogué y M. Rodríguez (1995), "Endeudamiento Empresarial en Argentina", Cuaderno de Investigación, IAMC, Buenos Aires.
- Sánchez, M. (1995), "Econometric Modelling of Private Investment in Argentina. 1978-1990", Universidad de San Andrés, Ciclo de Seminarios, Buenos Aires.
- Servén, L. y A. Solimano (1993), "Economic Adjustment and Investment Performance in Developing Countries: The Experience of the 1980s" en L. Servén y A. Solimano (eds.) Striving for Growth after Adjustment. The Role of Capital Formation. The World Bank, Washington D.C.
- Servén, L. y A. Solimano, (1992), "Private Investment and Macroeconomic Adjustment: A Survey", The World Bank Research Observer, Vol.7, No. 1, January.

9 DISEÑO DE PBI, LEVANTAMIENTO DE DATOS Y RESULTADOS  
 - 2013 -  
 (datos en millones de dólares a precios constantes de 2010)



bruta interna fija

a precios corrientes (% del PBI) 13.2 14.3 16.3 18.3 20.2 17.7

Ahorro nacional a precios

corrientes (% del PBI) 15.2 18.8 18.4 14.0 15.0 15.1

Tipo de cambio real (1) 100.0 75.0 64.2 60.2 59.3 58.4

Tipo de cambio real efectivo

de las exportaciones (2) 100.0 83.3 77.5 74.0 78.4 87.0

VERSION FINAL REVISADA

Cuenta corriente (\*) (3) 1.8 -2.8 -6.8 -8.6 -11.4 -5.5  
 Cuenta capital (\*) 1.0 4.7 9.9 13.1 11.9 5.4  
 Balance comercial (\*) 8.2 3.7 -2.6 -3.7 -5.7 0.8  
 Exportaciones (\*) 12.2 12.0 12.2 13.1 15.8 21.0  
 Importaciones (\*) 4.0 8.3 14.9 16.8 21.6 20.1  
 Reservas (\*) 5.8 7.9 11.2 15.3 16.1 16.0  
 M1/PBI (%) (5) 4.7 4.3 5.2 6.0 6.2 6.2  
 M3/PBI (%) (5) 8.7 7.1 9.0 11.3 11.5 10.6  
 M3\*/PBI (%) (4)(5) 12.5 10.7 13.7 18.4 19.7 18.9  
 Deuda externa total (\*) 62.2 65.4 67.6 70.0 77.0 87.0 Déficit sector público no financ.  
 (% del PBI) 2.9 2.5 0.1 -0.8 0.5 1.4  
 Déficit primario (% del PBI) -1.5 -1.7 -2.2 -3.4 -1.0 -0.5  
 Privatiz. en efectivo (% del PBI) 0.4 1.2 0.8 1.5 0.3 0.4  
 Déficit primario (excl. privat.)  
 (% del PBI) -1.1 -0.5 -1.4 -1.9 -0.7 0.1  
 Tasa de desempleo (6) 6.3 6.0 7.0 9.3 12.2 16.4

---

(\*) En miles de millones de dólares. (a) Estimaciones preliminares.

(1) Mayoristas USA/IPC Argentina.

(2) Corresponde al promedio de los índices del tipo de cambio real con respecto a las monedas de los principales países con que el país tiene intercambio comercial, ponderado por la importancia relativa de las exportaciones hacia esos países. Fuente: CEPAL.

(3) No incluye las estimaciones de los intereses ganados por residentes locales atribuidos a las tenencias de activos externos.

(4) M3 más depósitos en dólares en el sistema financiero local.

(5) En diciembre de cada año.

(6) En octubre de cada año.

Fuente: Elaborado en base a datos del Banco Central y del Ministerio de Economía.

**CUADRO 2**

**Fuentes y Usos de los Flujos de Capitales, 1981-1995.**

**(en millones de dólares)**

---

Período	Balance Comercial	Cuenta de las Reservas	Cuenta de Capital	Capital	Compensat. Autónom.
	Superávit	Déficit	Incremento	Superávit	Movim. Movim.

VERSION FINAL REVISADA

	(1)	(1)							
1981-85	2,779	2,575	-87	2,488	2,832	-344			
1986-90	4,025	1,634	1,907	3,542	2,348	1,194			
1991-95	-1,501	7,018	1,991	9,009	-645	9,654			
1990	8,275	-1,789	2,751	962	2,072	-1,110			
1991	3,703	2,803	1,880	4,683	1,109	3,574	1992	-2,637	6,821
1992							3,104	9,925	898
1993	-3,666	8,583	4,481	13,064	-7,542	20,606			
1994	-5,751	11,386	561	11,947	810	11,137			
1995	844	5,496	-69	5,427	1,500	3,927			

(1) Incluidos errores y omisiones.

Fuente: Elaborado en base a datos del Banco Central.

**CUADRO 3**

**Asignación de los Flujos de Capitales. 1994-95.**

(en millones de dólares)

Sector	Sector	Superávit	Movim.	Movim.
Trimestre	Público	Privado	Cuenta	Capital
	Capital	Compensat.	Autónom.	
(1)	(1)	(1)		
1994 I	78	2,426	2,997	493
II	-243	2,657	2,369	-45
III	419	1,506	2,363	438
IV	2,413	1,881	4,218	-76
1995 I	241	-3,088	-3,316	13
II	1,319	-345	2,262	1,288



VERSION FINAL REVISADA

| III | 1,517 -436 | 1,264 | 183 1,081 |

| IV | 2,830 2,371 | 5,217 | 16 5,201 |

|\_\_\_\_\_|

(1) Incluidos errores y omisiones.

Fuente: Elaborado en base a datos del Banco Central.

**CUADRO 4**

**Tasas Anuales de Variación (%)**

**(precios constantes de 1986)**

Período	PBI	C	I	DD
1981-85	-2.0	-1.7	-10.9	-3.7
1986-90	-0.2	-0.2	-4.3	-0.9
1991-95	6.0	6.6	15.7	8.1
1990	-1.3	-1.1	-15.2	-3.4
1991	10.5	14.3	31.5	16.8
1992	10.3	13.3	33.5	16.6
1993	6.3	5.7	16.0	7.6
1994	8.5	6.9	21.8	9.8
1991-94	8.9	10.0	25.5	12.6
1995	-4.6	-6.1	-16.3	-8.4

Fuente: Cuentas Nacionales.

**CUADRO 5**

**Proporciones del PBI (%)**

**(precios corrientes)**

VERSION FINAL REVISADA

---

Período	C	I	X	M	DD	X-M	ABI
1981-85	77.0	20.3	8.9	6.2	97.3	2.7	23.0
1986-90	80.2	16.3	10.0	6.5	96.5	3.5	19.8
1991-95	84.0	17.4	7.7	9.1	101.4	-1.4	16.0
1990	81.1	13.2	10.6	4.9	94.3	5.7	18.9
1991	84.4	14.3	8.0	6.7	98.7	1.3	15.6
1992	85.6	16.3	7.2	9.1	101.9	-1.9	14.4
1993	84.3	18.3	6.6	9.2	102.6	-2.6	15.7
1994	83.2	20.2	7.1	10.5	103.4	-3.4	16.8
1995	82.9	17.7	9.5	10.1	100.6	-0.6	17.1

Fuente: Elaborado en base a datos de las Cuentas Nacionales y del Ministerio de Economía.

**CUADRO 6**

**Proporciones del PBI (%)**

**(precios constantes de 1986)**

---

Período	C	I	X	M	DD	X-M	ABI
1981-85	79.6	19.3	8.4	7.4	98.9	1.0	20.4
1986-90	80.0	16.7	9.8	6.4	96.7	3.4	20.0
1991-95	83.3	20.1	11.0	14.4	103.4	-3.4	16.7
1990	79.7	13.4	12.8	5.9	93.1	6.9	20.3

VERSION FINAL REVISADA

1991	82.5	15.9	11.0	9.4	98.4	1.6	17.5	
1992	84.8	19.3	10.2	14.3	104.1	-4.1	15.2	
1993	84.3	21.0	9.8	15.1	105.3	-5.3	15.7	
1994	83.1	23.6	10.5	17.2	106.7	-6.7	16.9	
1995	81.7	20.7	13.5	15.9	102.4	-2.4	18.3	
_____								

Fuente: Cuentas Nacionales.

**CUADRO 7**

**Evolución de los Precios Relativos**

**al Deflactor del PBI**

(1986 = 100)

_____							
Período	Consumo	Inversión	Export.	Import.			
_____							
1981-85	96.8	105.5	104.8	87.1			
1986-90	100.2	98.6	102.5	102.1			
1991-95	101.0	86.5	69.6	64.8			
1990	101.7	98.8	83.0	83.6			
1991	102.2	89.7	72.8	70.6			
1992	101.0	84.7	70.2	63.9			
1993	100.0	87.2	66.8	60.7			
1994	100.2	85.5	68.0	61.4			
1995	101.4	85.5	70.4	63.4			
_____							

Fuente: Elaborado en base a datos de las Cuentas Nacionales y del Ministerio de Economía.

**CUADRO 8**

**Tasas de Ahorro e Inversión a Precios Corrientes**

(% del PBI)

---

Período	Ahorro	Inversión Nacional	Inversión Externo(*)
1981-85	20.3	18.1	2.2
1986-90	16.3	14.8	1.5
1991-95	17.4	13.9	3.5
1990	13.2	15.2	-2.0
1991	14.3	12.8	1.5
1992	16.3	12.4	3.9
1993	18.3	14.0	4.3
1994	20.2	15.0	5.2
1995	17.7	15.1	2.6

---

(\*) Datos contruídos con datos del balance comercial tomados de las cuentas nacionales.

Fuente: Elaborado en base a datos de las Cuentas Nacionales y del Ministerio de Economía.

**CUADRO 9**

**Tasas de Ahorro e Inversión a Precios Constantes de 1986.**

(% del PBI) (a)

---

Período	Ahorro	Inversión Nacional	Inversión Externo
1981-85	19.3	16.7	2.6
1986-90	16.7	15.8	0.9
1991-95	20.1	15.4	4.7

---

VERSION FINAL REVISADA

1990	13.4	17.0	-3.6	
1991	15.9	14.8	1.1	
1992	19.3	13.6	5.7	
1993	21.0	14.6	6.4	
1994	23.6	16.1	7.5	
1995	20.7	17.9	2.8	
_____	_____	_____	_____	

(a) Todas las variables deflacionadas con el precio implícito de la Formación Bruta de Capital.

Fuente: Elaborado en base a datos de las Cuentas Nacionales y del Ministerio de Economía.

CUADRO 10

Inversión de las Firms Privatizadas. 1991-1994(\*)

(en millones de pesos corrientes)

	1991	1992	1994
Petróleo	631.1	663.3	1754.2
Energía	183.8	98.2	400.4
Comunicaciones	299.9	556.4	2020.0
Transportes	46.8	30.7	190.4
Agua y Cloacas	10.5	13.3	143.0
TOTAL	1172.1	1361.9	4508.0

(\*) 1993 fue ignorado porque las cifras no son utilizables en el año de transición entre las administraciones pública

y privada.

Fuente: Proyecto de Presupuesto 1996.

CUADRO 11

Proyecto de Inversión Extranjera Directa - 1994-1995.

(en millones de dólares)

Tipo de Proyecto					
Tipo	-----				
de	Compra de Nueva Joint Total				
Actividad	Firmas Inversión Venture				
Telecomunicaciones	NT	1039.0	3501.0	170.0	4710.0
Automotriz	RE	206.5	3353.6	190.3	3750.4
Alim.,Bebida y Tabaco	T	984.3	1175.0	169.5	2328.8
Petróleo y Gas	T	590.7	592.0	-	1182.7
Energía Eléctrica	NT	872.7	533.3	-	1406.0
Papel y Madera	T	61.5	379.0	-	440.5
Supermercados y Distribuc.	NT	6.5	322.9	47.0	376.4
Química y Farmacéutico	NT	759.6	160.3	204.5	1124.4
Minería	T	-	1131.0	1131.0	
Bancos y Seguros	NT	447.4	51.0	498.4	
Hoteles	NT	-	107.0	18.0	125.0
Electrodomésticos	T	-	45.0	60.0	105.0
Aluminio	T	87.0	95.0	-	182.0
Construc. y Mat. Construcción	NT	45.0	25.0	37.0	107.0

VERSION FINAL REVISADA

Textiles		NT		112.0	4.5	-	116.5
Salud		NT		55.0	4.0	-	59.0
Otros		NT		194.7	354.3	23.0	572.0
TOTAL				5461.9	11782.9	970.3	18215.1
Manufactura				2255.9	5237.4	661.3	8154.6
Minería				-	1131.0	-	1131.0
Resto				3206.0	5414.5	309.0	8929.5
Comerciables (T)				1723.5	3417.0	229.5	5370.0
No Comerciables (NT)				3531.9	5012.3	550.5	9094.7
Régimen Especial (RE)				206.5	3353.6	190.3	3750.4

Fuente: Elaborado en base a datos de la Fundación Invertir Argentina. Encuesta sobre anuncios de proyectos de inversión extranjera directa.

**CUADRO 12**

**Composición de la Inversión Bruta Interna Fija, 1980-1994.**

(%)

Construcción Equipos	_____	
En precios corrientes		
1980-94	65.9	34.1
1980-83	68.5	31.5
1984-88	66.1	33.9
1989-90	65.4	34.6
1991-94	63.5	36.5
1995	66.0	34.0
En precios constantes 1986		
1980-94	62.4	37.6
1980-83	64.4	35.6

1984-88 65.7 34.3

1989-90 65.2 34.8

1991-94 54.3 45.7

1995 53.0 47.0

---

Fuente: Elaborado en base a datos oficiales.

**CUADRO 13**

**Destino Sectorial y Composición**

**de los Bienes de Capital Importados, 1987-1994.**

(en % del total de cada período)

---

1987/90 1991/94

---

Agricultura 2.1 2.7

Maquinaria y Equipo Direct.Producc. 1.2 1.6

Equipo Auxiliar 0.9 1.1

Minería 0.6 0.4

Maquinaria y Equipo Direct.Producc. 0.4 0.3

Equipo Auxiliar 0.2 0.1

Manufactura 50.5 36.1

Maquinaria y Equip.Direct.Producc. 36.4 25.7

Equipo Auxiliar 14.1 11.2

Otros Sectores (Resto) 46.8 60.1

TOTAL 100.0 100.0

---

Fuente: Elaborado en base a datos del Ministerio de Economía.

**CUADRO 14**

**Tasas Sectoriales de Ahorro e Inversión, 1981-1995.**

(% del PBI a precios corrientes)

---

| | | | Resto del |



VERSION FINAL REVISADA

Período	Privado	Gobierno	Total Nacional	Mundo
	Ahorro Inv.	Ahorro Inv.	Ahorro Inv.	
1981-85	24.8 14.9	-6.7 5.4	18.1 20.3	2.2
1986-90	18.6 11.7	-3.8 4.6	14.8 16.3	1.5
1991-95	14.0 15.6	-0.1 1.8	13.9 17.4	3.5
1990	17.8 10.1	-2.6 3.1	15.2 13.2	-2.0
1991	14.5 12.2	-1.7 2.1	12.8 14.3	1.5
1992	12.4 14.5	0.0 1.8	12.4 16.3	3.9
1993	12.8 16.3	1.2 2.0	14.0 18.3	4.3
1994	14.8 18.5	0.2 1.7	15.0 20.2	5.2
1995	15.1 16.3	0.0 1.4	15.1 17.7	2.6

Fuente: Elaborado en base a datos del Ministerio de Economía.

CUADRO 15  
Agregados Monetarios  
(en % del PBI)

Fin de		Préstamos Totales del Sistema Bancario	M1	M3	M3*	Proporción de depósitos en dólares (%)
1990		12.9	2.5	5.5	7.0	--
1991		14.7	3.8	6.3	9.5	44.7
1992		17.2	4.7	8.3	12.7	44.1
1993		18.9	5.7	10.8	17.5	47.5
1994		20.6	6.4	11.9	20.3	51.0
1995	Marzo	19.6	5.8	9.9	17.5	54.1
	Junio	19.1	5.8	9.9	17.1	51.0

VERSION FINAL REVISADA

	Sept.	18.9	5.9	10.0	17.9	53.0
	Dic.	20.9	6.5	10.8	19.2	54.0

M3\* : M3 más depósitos totales en dólares.

Fuente: Elaborado en base a datos del Banco Central de la República Argentina (BCRA).

CUADRO 16

Tasas de Interés, Riesgo País y Expectativas de Devaluación

(en % en términos anuales)

		Tasa de Interés Doméstica  (1)	IRR Bonex 89  (2)	Libor  (3)	Riesgo País  (4)	Expectativas de devaluación  (5)
1991	Marzo	207.7	19.6	6.5	12.3	157.3
1991	Diciem.	19.8	10.1	4.4	5.6	8.8
1992	Diciem.	25.3	12.7	3.6	8.7	11.2
1993	Diciem.	8.7	6.3	3.5	2.7	2.2
1994	Diciem.	9.6	9.7	7.0	2.3	-1.1
1995	Enero	10.7	11.1	6.6	4.2	-0.4
	Febrero	11.6	14.9	6.4	7.9	-2.9
	Marzo	19.4	13.8	6.4	6.9	4.9
	Abril	19.1	12.5	6.3	5.8	5.8
	Mayo	15.5	9.9	6.1	3.6	5.1
	Junio	10.8	9.9	5.9	3.8	0.8
	Julio	10.2	10.1	5.9	4.0	1.1
	Diciem.	9.0	9.1	5.6	3.4	-0.0

(1) Tasa de interés de depósitos a 30 días.

(2) Tasa interna de retorno del Bonex 89.

(3) 180 días en dólares.

(4) =  $\{[1+(2)]/[1+(3)]\}-1$

(5) =  $\{[1+(1)]/[1+(2)]\}-1$

Fuente: Elaborado en base a datos del Banco Central de la República Argentina (BCRA) y Carta Económica.

**CUADRO 17**

**Deuda en Dólares/Deuda Total de las Firmas**

**que Cotizan en la Bolsa de Buenos Aires**

**(%)**

---

Total Comerc. No Comerc. Privat. Holdings

---

1990 46.1 50.9 35.7 NA 23.4

1991 50.8 55.8 42.8 41.1 29.2

1992 33.6 34.8 23.3 33.6 38.4

1993 23.8 19.9 12.8 32.9 49.5

1994 24.4 24.1 17.3 32.5 32.4

(II) 1995 22.5 19.5 11.1 66.3 43.0

---

Fuente: Calculado en base a datos de la Bolsa de Valores de Buenos Aires.

**CUADRO 18**

**Variación en los Balances de las Firmas**

**que Cotizan en la Bolsa de Buenos Aires**

**1991 II y 1995 II**

---

Item Total No Comerciables Comerciables Holding

(1) (2) (1) (2) (1) (2) (1) (2)

---

VERSION FINAL REVISADA

Activos 100.0 45.7 100.0 67.3 100.0 31.9 100.0 92.4  
Bienes de cambio 18.0 83.1 9.5 35.6 30.9 103.2 2.2 59.0  
Otros activos reales 22.7 21.9 27.7 39.8 14.4 8.7 33.7 110.5  
Crédito Comercial 29.9 135.2 24.5 182.5 47.9 144.1 3.0 31.6  
Inversiones Financ. 20.2 29.3 26.9 73.9 -6.4 -7.4 60.8 95.2  
Caja 1.8 134.5 0.9 59.0 3.0 159.4 0.2 175.6  
Otros 3.0 1096.6 1.0 100.4 5.7 4812.0 0.0  
Obligaciones 64.1 98.5 47.6 98.0 75.6 77.9 57.0 250.0  
Deuda a Corto Plazo 42.5 93.2 27.6 71.9 60.6 87.6 22.5 214.7  
Deuda a Largo Plazo 21.6 111.0 20.0 196.6 14.9 53.7 34.4 280.1  
Patrimonio Neto 35.8 23.3 52.5 52.4 24.4 11.3 43.0 50.4

---

(1) Como porcentajes de la variación en el total de activos.

(2) Variación en porcentaje entre períodos.

Fuente: Calculado en base a datos de la Bolsa de Valores de Buenos Aires.