

C.E.M.A.

Av. Córdoba 637 -Piso 1°-
1054 Capital Federal
TE. 314-1757/1304/2269/2508
FAX 314-1654

* ISBN N° 987-99363-8-8

Queda hecho el depósito que marca la Ley 11.723

Copyright -Centro de Estudios Macroeconómicos de Argentina (C.E.M.A.)

ENSAYO SOBRE EL PLAN DE CONVERTIBILIDAD

Carlos Alfredo Rodríguez

Junio 1995

N° 105

ENSAYO SOBRE EL PLAN DE CONVERTIBILIDAD

Carlos Alfredo Rodríguez
CEMA

*Este trabajo incorpora mayormente escritos realizados durante el segundo semestre de 1994 y es, por lo tanto, previo al denominado "efecto tequila" que tuvo lugar a partir de la crisis financiera Mexicana a mediados de Diciembre de 1994. El último capítulo, denominado El Efecto Tequila (escrito en mayo 1995), describe brevemente algunos aspectos de esta crisis que es sin duda la más seria enfrentada por el plan de convertibilidad.

SINTESIS	1
ANTECEDENTES INMEDIATOS DEL PLAN DE CONVERTIBILIDAD	4
EL PLAN DE CONVERTIBILIDAD	6
LA LEY DE CONVERTIBILIDAD	7
REFORMA FISCAL Y PRIVATIZACIONES	9
REFORMA COMERCIAL	19
Argentina y el Comercio Mundial	19
Desarrollos Recientes en Política Comercial	23
La Respuesta de los Flujos Comerciales a la Liberalización	28
El Déficit de EEUU y el Cambio Dólar-Yen	33
Sostenibilidad de los Déficits Comerciales	35
Los Costos de la Protección y la Distribución del Ingreso	37
El Mercosur y el Arancel Externo Común	39
IMPLICANCIAS MACROECONOMICAS DEL PLAN DE CONVERTIBILIDAD	40
Entrada de Capitales, Cuenta Corriente y Tipo de Cambio Real	40
Efectos en los Mercados Financieros	45
Monetización y Dolarización	46
EL EFECTO TEQUILA	52

SINTESIS

Entre 1989 y principios de 1991, Argentina experimentó la virtual bancarrota financiera del estado y una hiperinflación. En abril de 1991, el Ministro de Economía Domingo Cavallo anunció el Plan de Convertibilidad que se convirtió en la base de la estabilidad experimentada desde entonces. El principal pilar obvio del plan fue una Ley aprobada por el Congreso, por la cual el Banco Central se convirtió básicamente en una Caja de Conversión. Desde entonces, la inflación ha caído a niveles en el orden del 3-4% anual y el PBI real ha crecido aproximadamente al 7% acumulativo desde 1991. Las finanzas públicas han mejorado drásticamente y el país ha estado manteniendo superávits primarios.

La Ley de Convertibilidad, en la práctica, convirtió al Banco Central en una Caja de Conversión a través del mandato de un respaldo de reservas del 100%. Al quitar el poder de devaluar al Ministerio de Economía y colocarlo en el Congreso, la Ley intenta quitar el instrumento de la devaluación del conjunto de instrumentos de política fácilmente disponibles, y, por eso, brinda más credibilidad a la nueva moneda. La nueva moneda, por lo tanto, va a tener un valor predecible y respaldo completo en términos de moneda fuerte.

Desde entonces, se han alcanzado impresionantes resultados en las áreas de estabilización y ajuste estructural. La deuda externa ha sido renegociada bajo el Plan Brady, y una fracción significativa de empresas públicas ha sido privatizada (incluyendo la compañía de teléfonos, la aerolínea nacional, los trenes, la electricidad, y los monopolios de gas y de petróleo). El proceso de privatización en Argentina ha desmantelado con eficacia el "estado empresario" que había sido creado en el período de posguerra y que ha demostrado ser sumamente incompetente y poco confiable. En términos globales, el empleo del sector público en las empresas públicas se redujo en 280.000 empleados en el período 1989-1993. Por otra parte, el gobierno federal y las provincias fueron bastante perezosos para reducir el empleo en sus sectores.

El porcentaje del gasto total del gobierno (nacional más provincias y municipalidades) con respecto al PBI ha caído drásticamente en la última década, de un promedio de 32,3% en 1980-83, a sólo el 27,5% en 1993. Sin embargo, la hiperinflación de 1989 fue la principal causa de la reducción en el gasto público. Mientras que el gasto total había promediado el 31,8% entre 1980-88, cayó al 27,6 en 1989 y desde entonces ha permanecido cerca del 27%.

Toda la evidencia indica que el ajuste en el tamaño del gobierno se realizó exclusivamente con respecto a la venta de empresas públicas. Si se consideran las actividades generales en todos los niveles (nacional y provincial), es claro que el gobierno participó en la recuperación económica general que siguió a la estabilidad, y hasta logró aumentar su participación en el PBI total cerca de dos puntos porcentuales entre 1990 y 1993.

El levantamiento de Restricciones Cuantitativas existentes (excepto para ciertos sectores privilegiados como el papel y los automóviles) y la convertibilidad de la moneda ayudaron a producir un boom de importaciones que se financió fácilmente por la creciente entrada de capitales. Parece que las importaciones han reaccionado rápidamente a la disponibilidad de crédito externo mientras que el crecimiento en las exportaciones ha sido determinado más estrechamente por el sendero del ajuste estructural. Desde esta perspectiva, el más rápido crecimiento de exportaciones puede estar esperando el cumplimiento de reformas atrasadas, como la reducción del tamaño del gobierno y la reforma laboral. Los altos costos laborales debido a los impuestos a los salarios y las regulaciones, junto con los precios monopólicos en varios servicios públicos y la gran protección de otras industrias de insumos básicos como el transporte y el papel, se agregan al "costo argentino" y reducen las posibilidades del crecimiento de las exportaciones.

En sus esfuerzos por mejorar el balance comercial, el gobierno ha recurrido a esquemas de promoción de exportaciones que pueden inducir a una mala asignación de recursos severa y a altos costos fiscales. Los "subsidijs de exportación espejo" y el régimen de especialización industrial conceden subsidijs significativos a industrias que pueden no tener una ventaja competitiva sostenible.

El programa de reforma estructural debería apuntar, de una vez por todas, a terminar la protección de la competencia extranjera para sectores privilegiados. En las últimas décadas, estos sectores fácilmente identificables han sido sistemáticamente protegidos, casi siempre con la excusa de regímenes provisorios. Cuando las administraciones políticas terminaban o los regímenes vencían, la regla ha sido reemplazarlos con un nuevo régimen provisorio, aunque con un nombre diferente.

La sombra más oscura en el frente económico es la relativa sobrevaluación de la moneda que se ha sostenido durante los últimos tres años por una gran entrada de capitales. La entrada de capitales respresenta, en parte, la repatriación de fondos que se fueron durante la década del 80. Los depósitos en dólares en bancos comerciales crecieron aproximadamente 11 millones de dólares después de la hiperinflación. Además, el gobierno agregó unos 5.000 millones de dólares, producto de las privatizaciones que se usaron para financiar el gasto local.

Por último, la política estadounidense de tasas de interés más bajas indujeron la entrada de capitales en áreas con tasas más altas, incluyendo Argentina. Se espera que esta entrada inducida por las tasas de interés disminuya con el aumento de las tasas de interés en Estados Unidos desde marzo de 1994.

Los hechos estilizados de las implicancias macroeconómicas del Plan de Convertibilidad pueden describirse del siguiente modo: la percepción del ajuste estructural redujo la prima por riesgo país que, a su vez, indujo a la entrada de capitales, principalmente por repatriación de activos y privatizaciones. La entrada de capitales aumentó tanto la oferta de crédito como la demanda agregada y terminó financiando los déficits de cuenta corriente y requiriendo, por lo tanto, una apreciación para que se produjera la transferencia de recursos. La alta inflexibilidad de los mercados de bienes y factores en Argentina significó que pequeñas tasas de entrada de capitales requirieran grandes cambios en los precios relativos para que se efectuaran las transferencias.

Una crisis financiera podría poner en peligro la persistencia de algunas de las reformas del plan de Convertibilidad, como la liberalización de las importaciones y el equilibrio fiscal. Otras, como las privatizaciones y la reforma del Sistema Previsional es probable que persistan. El mercado perciba la probabilidad de una crisis como muy dependiente del equilibrio del sector externo y el nivel de tipo de cambio real. Nosotros vemos que ambas variables dependen de montos significativos de entrada voluntaria de capitales que en parte se deben al éxito de la estabilización. Sin embargo, la gran inflexibilidad de la economía ha requerido que la tasa de interés real y el desempleo tengan violentas oscilaciones en respuesta a un cambio dado en la demanda agregada. La política de largo plazo para sostener las reformas, por lo tanto, es agregar flexibilidad a la economía profundizando la senda ya iniciada del ajuste estructural, en particular, en las áreas de reforma del estado, del mercado de trabajo, del sistema judicial y de la batalla interminable contra los lobbies privilegiados.

ANTECEDENTES INMEDIATOS DEL PLAN DE CONVERTIBILIDAD

La intensa demanda en las subastas diarias de moneda extranjera forzó al Banco Central, el 6 de febrero de 1989, a suspender la convertibilidad del Austral. Esta medida marcó el final de cinco años de esfuerzos de la administración del partido radical por estabilizar la economía después del regreso del país a la democracia en 1983. La prima en el mercado negro se fue a las nubes, la hiperinflación comenzó a desarrollarse, y en las elecciones presidenciales de mayo de 1989 ganó el candidato del partido peronista: Carlos Menem. Estaba programado que el nuevo presidente subiera en octubre.

Después de las elecciones, los desequilibrios cuasifiscales y una corrida contra el austral unieron sus fuerzas para reforzar la hiperinflación. La inflación fue de 33% en abril, 78% en mayo y 114% en junio. La administración saliente perdió todo el control de la situación y se produjeron disturbios en la población civil. Hubo tres Ministros de Economía en tres meses y, finalmente, el presidente en ejercicio, Raúl Alfonsín, renunció por su propia voluntad y transfirió el poder a Menem el 9 de julio de 1989. Durante ese mes, la inflación alcanzó el 197%.

Contrariamente a lo que todos esperaban, el presidente Menem se alió con políticas económicas conservadoras y nombró a miembros del holding Bunge & Born para el Ministerio de Economía. Inicialmente, la inflación cedió, pero la oferta monetaria siguió alimentándose con la significativa deuda del Banco Central. En diciembre de 1989, hubo una nueva corrida contra la moneda, el Ministro de Economía renunció y reapareció la hiperinflación, con índices de 40% en diciembre, 79% en enero de 1990, 61% en febrero y 95% en marzo.

En enero de 1990, el nuevo Ministro de Economía Erman González lanzó lo que fue conocido como el "Plan Bonex", un paso que reconoció finalmente el colapso económico y financiero del sector público. A través de este plan, virtualmente toda la deuda del gobierno y los depósitos bancarios fueron convertidos en un bono en dólares a 10 años llamado BONEX 89. La liquidez se redujo drásticamente, pues el M2 real cayó a sólo 3,1% del PBI, muy por debajo del 18% que había alcanzado en 1986. Esta refinanciación de la deuda pública hizo posible la eliminación del déficit cuasifiscal y la adopción de medidas para estabilizar permanentemente la economía. Se anunció un ambicioso plan de privatizaciones y desregulaciones.

En febrero de 1991, sin embargo, hubo otra corrida contra la moneda que resultó en una devaluación significativa y un resurgimiento de la inflación. El Ministro Erman González renunció y fue reemplazado por Domingo Cavallo, el Ministro de Relaciones Exteriores que se había estado preparando durante mucho tiempo para este trabajo. En abril, Cavallo anunció el Plan de Convertibilidad que se convirtió en la base de la estabilidad experimentada desde entonces. Ante la insistencia de Cavallo, el Congreso aprobó una Ley por la cual el Banco Central se convirtió básicamente en una Caja de Conversión.

Desde entonces, se han alcanzado impresionantes resultados en las áreas de estabilización y ajuste estructural. La deuda externa ha sido renegociada bajo el Plan Brady, una fracción significativa de empresas públicas han sido privatizadas (incluyendo la compañía telefónica, la línea aérea nacional, los trenes, la electricidad y los monopolios del gas y el petróleo), y se han tomado medidas para abrir más la economía y para desregular el Sistema Previsional, el sistema impositivo y los mercados de trabajo. El PBI real ha crecido aproximadamente un 7% acumulativo desde 1991. Las finanzas públicas han mejorado drásticamente y el país ha estado manteniendo superávits primarios desde 1991.

La sombra más oscura en el frente económico es la relativa sobrevaluación de la moneda que se ha sostenido durante los últimos tres años por una gran entrada de capitales. La entrada de capitales respresenta, en parte, la repatriación de fondos que se fueron durante la década del 80. Los depósitos en dólares en bancos comerciales crecieron aproximadamente 11.000 millones de dólares después de la hiperinflación. Además, el gobierno agregó unos 5.000 millones de dólares del producto de las privatizaciones que se usaron para financiar el gasto local. Por último, la política estadounidense de tasas de interés más bajas indujo la entrada de capitales en zonas con tasas más altas, incluyendo Argentina. Se espera que esta entrada inducida por las tasas de interés disminuya con el aumento de las tasas de interés en Estados Unidos desde marzo de 1994.

Los cambios importantes experimentados en Argentina se debieron a un deseo genuino de parte de las autoridades electas de promover un ajuste estructural. Su implementación se hizo políticamente posible por la debacle causada por la hiperinflación. Claramente, después del ajuste que se ha llevado a cabo, sería muy poco probable que la economía regresara a la situación anterior a 1989. La significativa reducción en el tamaño y el rol del sector público es el aspecto que más difícilmente pueda revertirse.

EL PLAN DE CONVERTIBILIDAD

Mientras que muchas de las políticas que luego se convirtieron en la norma ya se habían insinuado durante 1989-1990, una estrategia económica consistente y bien definida de estabilización y reforma estructural sólo se llevó a cabo después que el Ministro Cavallo anunció el nuevo conjunto de medidas monetarias el 21 de marzo de 1991. Después de este anuncio inicial, comenzó a implementarse un conjunto completo de medidas consistentes, convirtiéndose en lo que se conoce como el Plan de Convertibilidad. Si bien este plan fue nombrado por el instrumento más popular, la Ley de Convertibilidad, constituye un conjunto mucho más amplio de medidas que apuntan a un ajuste estructural completo y permanente de la economía y a una reforma del estado. Los pilares principales sobre los que se ha construido el Plan de Convertibilidad son:

- (1) La Reforma Monetaria, a través de la Ley de Convertibilidad y complementada por la nueva Carta Orgánica del Banco Central.
- (2) La Reforma Fiscal, inicialmente a través de una importante mejora en la administración del sistema impositivo y después a través de una redefinición del conjunto de impuestos y tasas.
- (3) La Reforma del Estado, a través de un plan ambicioso y exitoso de privatizaciones y desregulaciones.
- (4) La Reforma del Sistema Previsional, permitiendo un nuevo mecanismo de capitalización operado por el sector privado.
- (5) La Reforma Comercial, a través de la eliminación de aranceles a la exportación y la mayoría de las restricciones cuantitativas a las importancias, y la reducción del nivel y el rango de los aranceles de importación. Se implementó una Unión Aduanera con los países vecinos, conforme a los acuerdos del Mercosur, que comienza a operar plenamente en enero de 1995.

El resultado del Plan de Convertibilidad ha sido una rara combinación de estabilidad y crecimiento. La inflación del Índice de Precios al Consumidor cayó de 1343% en 1990 a sólo 7,3% en 1993. El PBI real creció un 9% en 1991, 8,6% en 1992 y 6% en 1993. Un crecimiento adicional de 5% y una inflación del Índice de Precios al Consumidor de sólo 4% se esperan para 1994. La reforma comercial resultó en un crecimiento de las importancias de apenas 4.000 millones de dólares en 1990 a aproximadamente 20.000 millones en 1994. El boom de importaciones se financió por la fluída entrada de capitales que respondió rápidamente a las señales de ajuste estructural. La abundancia de moneda extranjera debida a la entrada de capitales llevó a una drástica apreciación real de la moneda.

Las exportaciones, aunque más tarde y más lentamente, también aumentaron, en parte como respuesta a los incentivos fiscales y también debido al aumento de la productividad que se experimentó en toda la economía.

LA LEY DE CONVERTIBILIDAD

Luego del colapso del sistema monetario después de las hiperinflaciones de 1989-90, era claro que sólo medidas drásticas podrían restaurar el funcionamiento normal de la economía. Estas medidas tenían que incluir ajustes fiscales fuertes y creíbles, así como reglas operativas rediseñadas para el sistema monetario, debilitado durante años por los abusos en la excesiva financiación del gobierno, y frecuentes devaluaciones y controles de cambio. La hiperinflación y el Plan Bonex habían borrado el problema del déficit cuasifiscal mientras que un estricto manejo de caja desde 1990 había tenido éxito para generar superávits primarios para el Tesoro, aunque fuera temporariamente. La situación fiscal volvió a deteriorarse en el primer trimestre de 1991, cuando hubo una corrida monetaria y renunció el Ministro González. La necesidad de reforma fiscal y monetaria era clara y apremiante.

En marzo de 1991, se anunció un nuevo sistema monetario. El valor del Austral se fijó con respecto al dólar en 10.000:1. Este valor fue establecido por el Congreso en lo que se conoció como la Ley de Convertibilidad, aprobada el 1 de abril de 1991. En enero de 1992, el Austral fue reemplazado por el Peso a un tipo de cambio fijo de 1:1 con respecto al dólar estadounidense. La Ley también estableció que la base monetaria no podía exceder el valor en dólares de las reservas internacionales, y prohibía toda indexación en los mercados de bienes y trabajo, mientras que lo permitía para operaciones de crédito.

En la práctica, la Ley de Convertibilidad convirtió al Banco Central en una Caja de Conversión a través del mandato de un respaldo de reservas del 100%. Al quitar el poder de devaluar al Ministerio de Economía y colocarlo en el Congreso, la Ley intenta quitar el instrumento de la devaluación del conjunto de instrumentos de política fácilmente disponibles, y, por eso, brinda más credibilidad a la nueva moneda. La nueva moneda, por lo tanto, va a tener un valor predecible y respaldo completo en términos de moneda fuerte. Para asegurar que el respaldo total de reservas fuera una realidad y no una simple promesa legal, se establecieron otras condiciones en el comportamiento de las autoridades monetarias a través de la nueva Carta Orgánica del Banco Central.

La nueva Carta Orgánica del Banco Central, aprobada por el Congreso en septiembre de 1992, establece la independencia del Directorio, cuyos miembros tienen que ser ratificados por el Congreso, y determina términos fijos para los mandatos de los designados, incluyendo al presidente. Al reducir la dependencia de las autoridades del Banco con respecto al Ministro de Economía y al Presidente, la Carta Orgánica brinda aún más estabilidad a la operación del nuevo sistema monetario.

Otros aspectos relevantes de la nueva Carta Orgánica desde la perspectiva del diseño del nuevo sistema monetario son los siguientes. Mientras que la Ley de Convertibilidad exige un 100% de respaldo en dólares para la base monetaria, la Carta Orgánica permite que, como máximo, un 20% de esas reservas estén en papeles del gobierno nominados en dólares (la serie BONEX). Los BONEX, para cumplir con la Ley, tienen que ser valuados al precio del mercado y no a la par. Esto elimina la posibilidad de que el Tesoro obtenga pesos del Banco Central colocando BONEX a la par y no pagando el interés. La Carta Orgánica permite que el techo de 20% sea elevado excepcionalmente a 30% en caso de emergencias. Hasta ahora, no se ha alcanzado ninguno de los dos límites ya que el respaldo en BONEX ha permanecido aproximadamente en un 10% de las reservas totales.

La posibilidad de emitir base monetaria contra BONEX permite al Banco Central regular fluctuaciones de corto plazo en la liquidez del mercado haciendo pases entre pesos y BONEX. Actualmente el Banco Central realiza pases regularmente, cargando una tasa de interés que está muy por encima de la tasa call money (en Noviembre la tasa de operaciones de pases estaba por encima del 9%, mientras que la tasa de call money estaba a menos del 7%). El mayor usuario del sistema ha sido el Banco Nación, usando el stock de BONEX* del Sistema de Seguridad Social (SSS) para financiar su creciente déficit. Si el Sistema de Seguridad Social sigue colocando BONEX en el Banco Central, el límite legal establecido por la Carta Orgánica eventualmente se alcanzará y en un punto los BONEX restantes del Sistema Previsional tendrán que venderse en el mercado, enfrentado la posibilidad de una caída en los precios.

La Carta Orgánica determina que el Banco Central no puede asumir nuevos pasivos que devenguen intereses y no puede remunerar los requerimientos de reservas. Estas medidas, muy bienvenidas, eliminan la posibilidad de generar un déficit cuasifiscal a través del servicio de la deuda del Banco Central. Terminan con el rol tradicional del Banco de recaudar fondos en el mercado para dar crédito al gobierno, una tarea que puede ser realizada por cualquier otra institución financiera con más eficiencia que por la autoridad monetaria. Es evidente que el respaldo de la base monetaria con un 100% de reservas, exigido por Ley, no puede coexistir con la posibilidad para el Banco Central de generar otros pasivos no respaldados con reservas.

Consistente con las restricciones para generar pasivos del Banco Central que no sean aquellos usados para adquirir reservas internacionales, la Carta Orgánica no permite que el Banco Central emita ninguna garantía significativa sobre los depósitos de los bancos comerciales. Esto elimina el rol del Banco Central como prestador de última instancia, tanto para el sistema de pesos como para el de "argendólares".

En realidad, el rol de prestador de última instancia nunca fue relevante en Argentina. Ninguna de las corridas experimentadas fueron contra los bancos, sino que fueron corridas contra la moneda. El público iba al banco a cobrar sus depósitos sólo para conseguir el efectivo que necesitaba para comprar dólares.

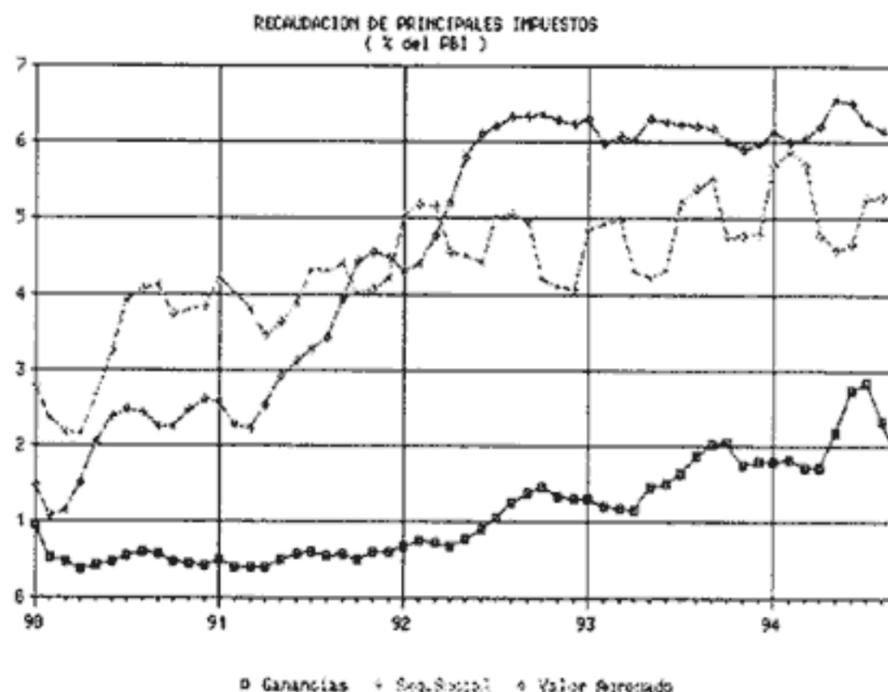
Si, en una corrida cambiaria, el Banco Central imprime dinero local para dar liquidez a los bancos, la corrida continuaría hasta que se agotaran las reservas. Durante las corridas de 1989, el Banco Central no sólo usó la provisión de prestador de última instancia, sino que hizo lo único posible para detener la corrida: cerró efectivamente los bancos para imponer una restricción en la cantidad máxima que podía retirarse.

Desde 1989, los bancos comerciales pueden abrir cuentas en dólares y emitir certificados de depósitos. Los requerimientos de encaje contra los depósitos en dólares en bancos comerciales son depositados en el exterior y no se cuentan como parte de las reservas internacionales. Desde 1993, los bancos comerciales pueden formar sus requerimientos de encajes contra depósitos en pesos o dólares en cualquiera de las dos monedas, aumentando así la sustitución del lado de la oferta entre las dos monedas.

REFORMA FISCAL Y PRIVATIZACIONES

La estabilización de precios, lograda principalmente por el tratamiento de shock de la Ley de Convertibilidad, ayudó de inmediato a mejorar la recaudación de impuestos, particularmente el IVA. Con precios estables, la lucha contra la evasión fiscal se vio muy facilitada y la DGI aprovechó eso. La recaudación de impuestos convencionales (IVA, Ganancias y Previsión Social) aumentó sustancialmente con la estabilización inicial, como se ve en el gráfico 1.

Gráfico 1

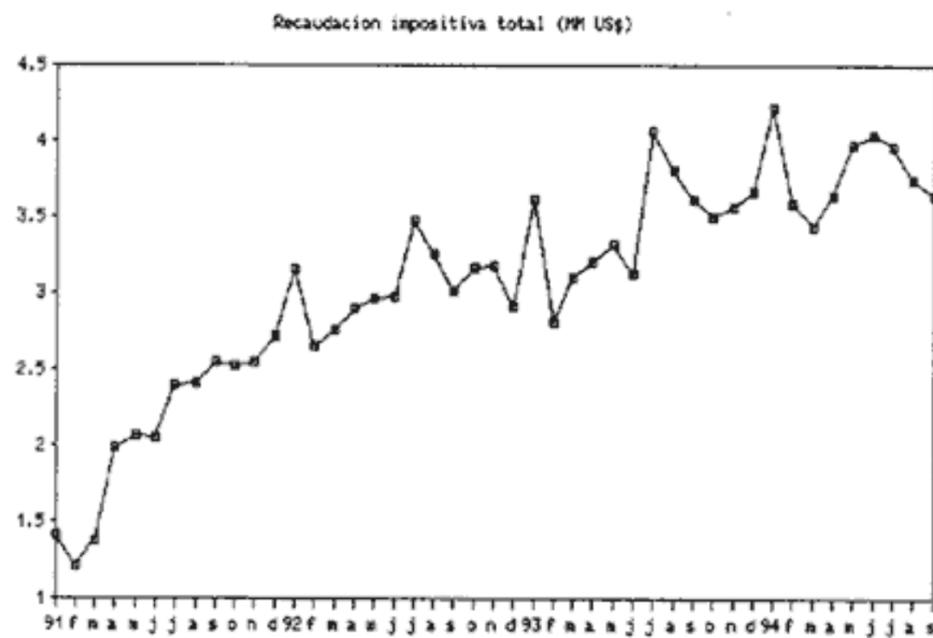


El primer impacto y el más significativo fue experimentado en la recaudación del IVA que creció de un 2,2% en el primer trimestre de 1991 a aproximadamente un 4,5% para fines del mismo año. Desde entonces, la recaudación del IVA se han estabilizado en aproximadamente un 6% del PBI, más del doble del promedio de 2,5% para la década del 80. Las contribuciones al Sistema Previsional también aumentaron, aunque a un ritmo muy gradual: de 3,5% del PBI en el primer trimestre de 1991 a aproximadamente el 5% para fines de ese año. En términos globales, la recaudación de impuestos aumentó de 1,3% del PBI durante el primer trimestre de 1991 a 2,6% para fines de ese año, y una evolución similar tuvo la recaudación medida en dólares, tal como se muestra en el Gráfico 2.

En enero de 1992 se empezó a exigir que se emitiera un recibo formal contra todas las transacciones no-salariales. Este requisito no era un mero formalismo: el recibo debía contener importantes números de registro en los impuestos y el nombre de la imprenta (para evitar falsificaciones). Los negocios y los individuos debían guardar copias de todos los recibos emitidos.

Se aprobó una nueva Ley Penal Tributaria, en la cual por primera vez se establecía la posibilidad de sentencias de prisión por evasión fiscal. Una campaña muy publicitada e inspecciones frecuentes que cerraron negocios que no cumplían con las normas aseguraron en gran medida la aceptación de la "factura" como una práctica comercial normal. La imagen de la DGI como un organismo corrupto e ineficiente cambió drásticamente con la nueva y eficiente administración, cuyo trabajo para combatir la evasión fiscal ha sido apoyado con firmeza por las más altas autoridades políticas.

Gráfico 2

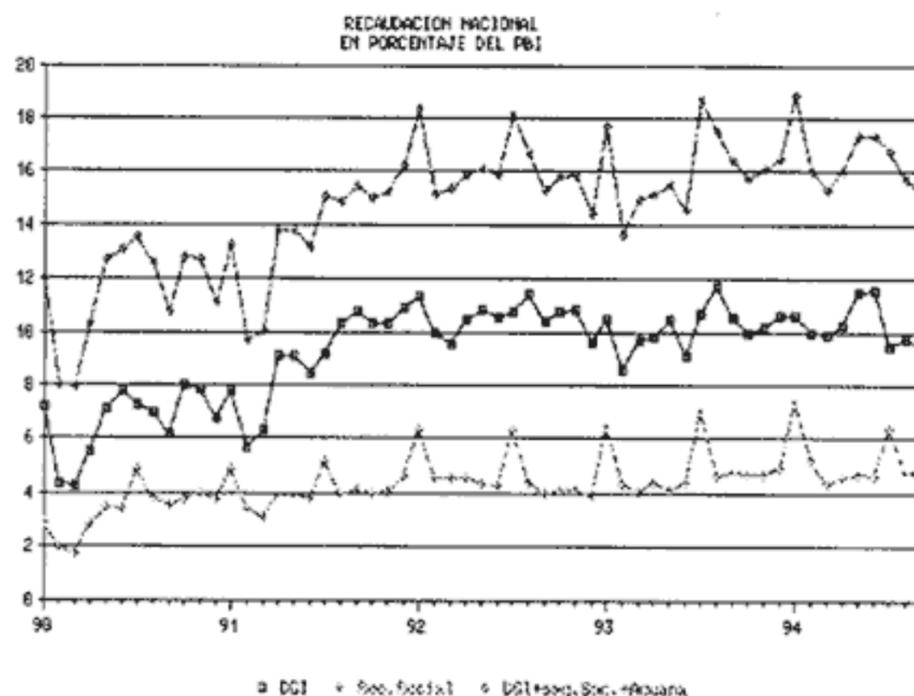


El gráfico 3 muestra la trayectoria de la recaudación impositiva total como porcentaje del PBI: de un promedio de aproximadamente 12% del PBI en 1990, subió a un 14% en 1991 y se ha asentado aproximadamente en un 16% del PBI desde 1992.

La medida más significativa destinada a la reforma impositiva fue la generalización del IVA a prácticamente todas las actividades económicas y el aumento en la tasa uniforme a 18%. Las exenciones impositivas, garantizadas bajo el Régimen de Promoción Industrial, fueron severamente reducidas mientras se eliminaba gradualmente el Régimen (ha sido, sin embargo, reemplazado por un nuevo régimen de "Especialización Industrial" que subsidia fuertemente a las exportaciones industriales y puede convertirse en una fuente significativa de pérdida y evasión fiscal).

Otras medidas importantes del lado de la recaudación fueron el aumento en la tasa marginal del impuesto a las ganancias de 20% a 30%. Además, la tasa de Estadística de importaciones, se elevó transitoriamente del 3% al 10% en 1993 y se espera que sea completamente eliminada para 1995, como un requisito del Mercosur (desde la perspectiva del Mercosur, la tasa estadística es como cualquier otro arancel de importación que debería ya ser contemplado en el arancel externo común).

Gráfico 3



En la medida en que la recaudación de impuestos convencionales y menos distorsivos aumentó, otros impuestos más distorsivos y menos productivos fueron reducidos o eliminados. Entre ellos estaban los impuestos altamente distorsivos a los Débitos Bancarios (Impuestos a los cheques) con un costo de ingresos estimado anual de 1.500 millones de pesos, y la eliminación parcial del Impuesto a los Sellos, impuestos a las ventas internas, al gasoil, y el impuesto a activos brutos. Antes de la implementación del Plan de Convertibilidad, el gobierno ya había eliminado virtualmente los impuestos a las exportaciones, que una vez contribuyeron una parte significativa de los ingresos fiscales.

Argentina ha confiado tradicionalmente en impuestos laborales extremadamente altos para financiar una red social bastante inoperante, que incluye: previsión social, salud pública, servicios sindicales, viviendas públicas, asignaciones familiares, etc. Esos impuestos constituían más del 50% del costo laboral total e incluían contribuciones obligatorias para Previsión Social, fondos para viviendas, salud, fondos para asignaciones familiares, etc. En general, estos impuestos eran muy distorsivos y regresivos, pues recaían principalmente en salarios bajos. Los que ganaban salarios altos y los profesionales recibían sus pagos bajo el sistema de "honorarios" para los cuales hay una deducción menor que no alcanza más de 10% del pago bruto. Los funcionarios del gobierno reciben sus pagos normalmente bajo regímenes especiales (que permiten honorarios y dietas) que no tienen deducciones significativas sobre la masa salarial.

En 1994, se anunció una reducción significativa en los impuestos al trabajo. Hay varias condiciones, sin embargo, para esta reducción. En primer lugar, la reducción no fue generalizada sino sectorial. Por razones inexplicadas, la industria obtuvo las mayores reducciones y los servicios las menores. Además, las reducciones van a ser mayores cuanto mayor sea la distancia de la Capital Federal. Finalmente, las reducciones sólo se aplican en las provincias que han firmado el Pacto Fiscal, un acuerdo que les exige eliminar el Impuesto a las Ventas y los impuestos en cascada a las ventas.

Para 1995, el Ministro Cavallo ha anunciado que las reducciones en los impuestos laborales serán uniformes en todas las actividades, aunque las diferencias de lugar aparentemente van a subsistir. Dadas las actuales discusiones sobre la reaparición de las presiones fiscales, puede ser que las reducciones se suspendan temporariamente.

Las privatizaciones se convirtieron en una fuente primaria de ingresos para el Tesoro, alcanzando un valor acumulado, en efectivo solamente, de \$9.000 millones para el período 90/93. Otra fuente de ingresos por parte de las privatizaciones fue el pago en títulos de deuda emitidos por las compañías privatizadas u otros instrumentos de deuda del gobierno. La Tabla 1 detalla las principales privatizaciones entre 1990 y 1993 y los ingresos que produjeron.

Tabla 1

INGRESOS DE LAS PRINCIPALES PRIVATIZACIONES
1990-93

	EFFECTIVO	TITULOS	TOTAL
Y.P.F.	4914	1405	6319
ENTEL	2271	780	3051
AER.ARG.	260	251	511
GAS del E.	300	1540	1840
AGUA y EN.	49	149	198
SEGBA	503	1013	1516
DEFENSA	256	208	465
HIDRONOR	187	452	639
OTROS	324	124	448
TOTAL	9064	5922	14986

NOTA: El valore nominal de los títulos de deuda era \$14441. La fuente de todos los datos de esta tabla es CARTA ECONOMICA. Los datos del Min. Econ. indican que el total estimado de ingresos en efectivo durante 90-93 fue \$9.736 millones y el valor nominal del rescate anticipado de Deuda equivale a \$13.425 millones.

El proceso de privatización en Argentina ha desmantelado eficazmente el "estado empresario" que se había creado en el período de posguerra y que había demostrado ser sumamente incompetente y poco confiable. Sobre todo, se obtuvieron 14.000 millones de dólares de las privatizaciones, y el empleo en el sector público en las empresas públicas se redujo en 280.000 en el período 1989-93. Por otra parte, el gobierno nacional y las provincias fueron bastante perezosos para reducir el empleo en su sector. En comparación con 1989, el empleo en la Administración Nacional cayó un 27,3%, pero esto se debió en parte al hecho de que aproximadamente 80.000 puestos fueron transferidos a las provincias donde el empleo aumentó un 8,2% durante el mismo período. Si se suman el gobierno nacional y las provincias, vemos que el empleo total sólo cayó de 1.532.000 en 1989 a 1.501.800 en 1993. Esta reducción insignificante es difícil de entender en el contexto de la necesidad de un profundo ajuste estructural en el sector del gobierno y los pasos significativos realizados con respecto a las Empresas Públicas.

El mantenimiento virtual de los niveles de empleo anteriores en las administraciones nacional y provinciales es consistente con la reforma todavía pendiente de la burocracia general del gobierno y el hecho de que el sector público sigue siendo el empleador de última instancia, un rol bastante necesitado, si se tiene en cuenta la falta de progreso en las áreas de flexibilidad del mercado de trabajo y reforma laboral.

Tabla 2

CAMBIOS EN EL EMPLEO DEL SECTOR PUBLICO 1989-1993
(Número de Empleados)

	1989	1993	Cambios
Empresas Públicas	347.240	66.731	-80,8%
Gobierno Federal	438.495	318.708	-27,3%
Provincias	1.093.645	1.183.089	+8,2%
GobFed+Provin.	1.532.140	1.501.797	-2,0%

Fuente: Carta Económica, Agosto 1994.

El porcentaje del gasto total del gobierno (nacional más provincias y municipalidades) con respecto al PBI ha caído drásticamente en la última década, como se registra en la Tabla 3, de un promedio de 32,3% en 1980-83, a sólo 27,5% en 1993. Sin embargo, la hiperinflación de 1989 fue la principal causa de la reducción del gasto público. Mientras que el gasto total había promediado el 31,8% entre 1980-88, cayó al 27,6 en 1989 y desde entonces se ha mantenido cerca del 27%.

Medido por el desempeño de los gastos, excluidos intereses del SPNF, el gasto real ha aumentado durante el Plan de Convertibilidad: en 1991, el gasto con respecto al PBI aumentó casi 2 puntos y ha permanecido constante desde entonces (Tabla 4). Medido en pesos constantes (deflactor del PBI), el gasto real del SPNF como se muestra en la Tabla 5 es 50% más alto en 1994 que en 1990. En dólares corrientes el aumento en el gasto del SPNF es mucho más dramático, dada la apreciación real que se ha producido: los gastos en dólares del SPNF han aumentado un 130% en 1994 comparado con 1990.

Tabla 3

NIVEL Y COMPOSICION DE LOS GASTOS TOTALES DEL GOBIERNO
(Porcentaje del PBI)

	1980 1983	1984 1988	1989	1990	1991	1992	1993
GASTOS TOTALES DEL GOBIERNO	32,3	30,9	27,6	25,3	26,5	27,2	27,5
---GOBIERNO NACIONAL	23,1	19,8	17,1	14,7	14,7	15,5	15,7
-PROVINCIAS & MUNICIPALI- DADES	9,3	11,1	10,5	10,6	11,8	11,7	11,8
Seguridad Social	5,5	5,9	4,5	6,1	6,5	7,8	8,5
GASTOS TOTALES DEL GOBIERNO SIN SEG.SOC.	26,8	25,0	23,1	19,2	20,0	19,4	19,0

FUENTE: Basado en Datos publicados en: El Gasto Público Consolidado, Sec.Progr.Econ. Doc.Trab.GP/02, Sept.1993, Cuadros 3 y 5, y El Gasto Público Social y su Impacto Redistributivo, Sec.Progr.Econ. Junio 1994., Cuadro 2.2.

Toda la evidencia indica que el ajuste en el tamaño del gobierno se hizo exclusivamente con respecto a la venta de las empresas públicas. Si consideramos las actividades generales en todos los niveles (nacional y provincial), es claro que el gobierno participó en la recuperación económica general que siguió a la estabilización, y hasta logró aumentar su participación en el PBI total cerca de dos puntos porcentuales. La evidencia de la evolución del gasto real que se muestra en la Tabla 3 coincide con la evidencia de la Tabla 2 que muestra que el empleo en la administración nacional y las provincias sólo cayó el 2% desde 1989.

El crecimiento observado de la participación del gobierno en la economía durante los últimos cuatro años, a pesar de las privatizaciones significativas, sugiere que hay todavía mucho más para hacer en lo que respecta a la reforma del sector público. Debe señalarse que tanto las provincias como el gobierno nacional han participado en el aumento del gobierno total desde 1990: la nación aumentó su participación del PBI de 14,7% a 15,3% mientras que las provincias aumentaron las suyas de 10,6% a 11,5%.

Tabla 4

**OPERACIONES DEL SPNF-BASE CAJA
(Millones de pesos corrientes)
(% del PBI)**

	1990	1991	1992	1993	1994
INGRESOS TOTALES	10239 (14,8%)	30891 (17,2%)	40660 (17,9)	45660 (17,7)	48806 (17,2%)
GASTOS TOTALES SIN INTERESES	9243 (13,4%)	27772 (15,3%)	35739 (15,8%)	39721 (15,4%)	43451 (15,3%)
INGRESOS TOT. SIN PRIVATIZAC.	9931 (14,4%)	28697 (15,9%)	38873 (17,1%)	44843 (17,5%)	48206 (17,0%)
SUPERAVIT PRIMARIO	997 (1,4%)	3120 (1,8%)	4921 (2,2%)	5644 (2,2%)	5355 (1,9%)
SP SIN PRIVATIZAC.	688 (1,0%)	925 (0,5%)	3134 (1,4%)	5121 (2,0%)	3577 (1,2%)

Fuente: Secretaría de Hacienda, Informe Económico 1993. Los datos para 1994 salen de los objetivos para el programa del FMI según aparecen en Carta Económica, Agosto de 1994.

Contrario a la impresión popular de que los pagos de seguridad social se han quedado atrás en el proceso de crecimiento, surge con claridad de los datos de la Tabla 3 que el gasto en seguridad social ha sido el ítem de más rápido crecimiento del gasto total: de un mero 4,5% del PBI en 1989, creció a 8,5% del PBI en 1993. Como el PBI real creció un 30% en esos cuatro años, se concluye que **el gasto real en seguridad social ha aumentado un 139% entre 1989 y 1993**. El crecimiento en el gasto en SS unido a la reducción de beneficios por la privatización parcial del sistema en 1994 podría ayudar a explicar el estrés financiero que el sistema de SS oficial está experimentando en 1994. Este estrés financiero ha forzado al poder ejecutivo a pedir al Congreso un aumento del presupuesto para continuar los pagos de SS en el último trimestre de 1994.

Tabla 5

**MEDICIONES ALTERNATIVAS DEL GASTO REAL DEL SPNF
(GASTOS SIN INTERESES)**

	1990	1991	1992	1993	1994
MILLONES DE PESOS 1994 (DEFLACTOR PBI)	28884	35154	40156	41811	43451
INDICE	100	121,7	139,0	144,7	150,4
MILLONES DE DOLARES CORRIENTES (AL TIPO DE CAMBIO DEL MERCADO LIBRE)	18863	28929	35739	39721	43451
INDICE	100	153,4	189,5	210,5	230,3
DEFLACTOR PBI (BASE 1986)	0,32	0,79	0,89	0,95	1,00
DOLAR POR PESO	0,49	0,96	1,00	1,00	1,00

FUENTE: Gasto nominal de la Tabla 4. Deflactor del PBI del PBI real (base 1986) and PBI nominal tal como se informa en Informe Económico del Min.de Economía.

Para resumir, entre 1990 y 1994, tanto los ingresos del gobierno como los gastos crecieron considerablemente (133% y 130% en términos de dólar para el SPNF) y hasta creció su participación en el PBI. Este crecimiento en el gobierno se produjo a pesar del gran número de privatizaciones de compañías del estado que implicaron una reducción de empleados públicos del orden de 280.000.

Globalmente, este crecimiento del gobierno fue financieramente viable porque hubo un ligero aumento en el superávit primario al nivel de 1,8% del PBI. Sin embargo, la absorción continua de recursos por parte del sector público frente al incremento en la apertura de la economía y una presión impositiva mayor puede haber ejercido una presión extraordinaria en el sector privado. El deterioro resultante en el tipo de cambio real y el aumento en el desempleo pueden ser factores relacionados con estas presiones colocadas sobre el sector privado de parte del sector gubernamental. La estabilidad económica junto a un gran esfuerzo de las autoridades de la DGI después de 1991 ayudó a reducir la evasión fiscal y a introducir algunas pequeñas reformas en el diseño y en las tasas de los impuestos. Los ingresos del SPNF, sin contar las privatizaciones, aumentó un 2,5% del PBI entre 1991 y 1992, hasta un nivel de 17,9%. Desde entonces, ha caído ligeramente a 17,2% en 1994.

REFORMA COMERCIAL

Argentina y el Comercio Mundial

Con posterioridad a la Segunda Guerra Mundial, y como resultado de un proceso creciente de proteccionismo que había inhibido los intercambios comerciales, surge bajo el liderazgo de los Estados Unidos y Gran Bretaña, el Acuerdo General de Aranceles y Comercio, GATT. Inicialmente suscrito por 23 países (hoy 115), el acuerdo tenía por objetivos lograr a través de la negociación multilateral la expansión del comercio mundial, mediante la eliminación progresiva de restricciones existentes en aquel momento.

El GATT ha sido hasta hoy la institución donde se ha concentrado la discusión comercial. Numerosas rondas de negociaciones han permitido el establecimiento de principios que facilitaron la expansión del comercio mundial.

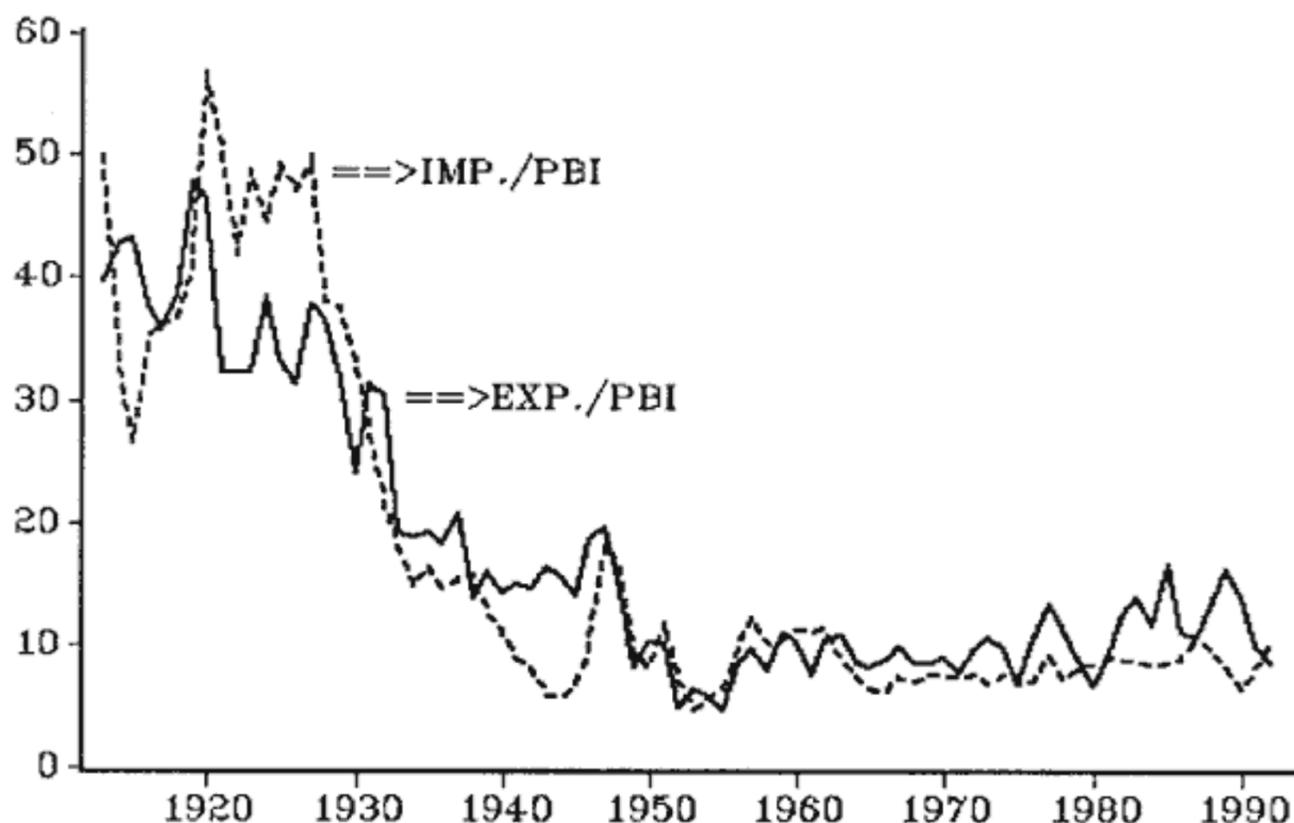
Los logros más destacados han sido la reducción de los niveles arancelarios y la eliminación de restricciones cuantitativas. Sin embargo, hasta ahora se habían mantenido las políticas de subsidios a la producción y exportación agrícola, lo cual ha dañado significativamente las posibilidades de exportación Argentinas. En un avance de significativa relevancia, la reciente Ronda Uruguay ha establecido un esquema gradual para la disminución de subsidios a la producción y exportación de productos agrícolas implementados mayormente por los países mas desarrollados. Asimismo se han acordado reducciones de aranceles del orden del 50% en promedio (del 6 al 3% en promedio) y una eliminación gradual de las restricciones voluntarias a la exportación. Es de esperar que este acuerdo sea ratificado por los poderes legislativos de los países firmantes, particularmente el Congreso de los EEUU.

Como resultado, la expansión del comercio se ha dado principalmente a nivel de los productos industriales y entre las naciones desarrolladas. Los productos industriales aumentaron su participación en el comercio mundial del 40% en 1950 al 73% en 1990, mientras que los países desarrollados incrementaron su participación del 60% al 70% entre ambas fechas.

En lugar de favorecer el intercambio con el mundo, Argentina favoreció las políticas de protección, dando la espalda a la discusión multilateral. Argentina no adhirió al GATT sino hasta 1968, y claro está que esa adhesión no influyó demasiado en el diseño de la política comercial. En efecto, recién en la Ronda Uruguay se ha ofrecido consolidar el arancel máximo en 35%.

Gráfico 4

TENDENCIAS DE LARGO PLAZO
DEL COMERCIO EXTERIOR



Debe destacarse que con la salvedad de productos primarios agropecuarios--carne y cereales--no existen restricciones cuantitativas significativas en los países desarrollados para las exportaciones Argentinas. Es posible que para algunos productos y países existan algunas restricciones cuantitativas, pero en general las mismas no son operativas para Argentina ya que no llega a exportar al nivel de los cupos establecidos. Este hecho es importante al momento de evaluar seriamente las necesidades para integrar áreas de libre comercio o mercados comunes versus la estrategia alternativa de apertura unilateral como en el caso de Chile. La estrategia de crecimiento exportador es aparentemente factible sin necesidad de integrar áreas comerciales.

Gráfico 5



Mientras el comercio mundial se expandió entre 1950 y 1990 a una tasa anual del 6%, Argentina observó un desempeño mucho más modesto. La creciente desinserción argentina en el comercio mundial ha sido clara: hacia 1950 la participación del comercio argentino en el total ascendía al 2%, siendo actualmente de apenas 0.3%.

Existen causas evidentes que explican este hecho. Es indudable que el país no privilegió jamás una política de apertura comercial, a excepción de las liberalizaciones de fines de los 70 y la encarada actualmente.

El mejor indicador del resultado de la política proteccionista que no sólo llevó a cabo Argentina, sino también muchos países en desarrollo, en especial de Latinoamérica, es la evolución del índice de apertura de la economía -(exportaciones + importaciones) / 2 x PBI-. Puede apreciarse en los Gráficos 4 y 5 que a partir de la década del 30, la economía se cierra fuertemente respecto de la etapa previa, pasando de un promedio de 40% en el coeficiente de apertura a un magro 10%.

El cierre del comercio internacional para la Argentina fue el resultado deliberado de las políticas de sustitución de importaciones implementadas a partir de la década del 30. La evidencia histórica de seis décadas de sustitución de importaciones muestra a las claras que, indefectiblemente, toda restricción a las importaciones resultó en una caída similar en el valor de las exportaciones. Tanto las importaciones como las exportaciones cayeron de un promedio del orden del 40% del PBI en 1910-30 a sólo 10% en las décadas posteriores.

En la Tabla 6 se comparan los coeficientes de apertura para una muestra de países en desarrollo seleccionados en 1992. Nótese que Argentina -junto con India y Brasil- se encuentran al pie del ranking de apertura comercial entre los países en desarrollo.

País	M/PBI	X/PBI	PROM
Singapur	156.8	137.8	147.3
Malasia	87.0	81.8	84.4
Israel	44.9	31.1	38.0
Filipinas	33.5	28.9	31.2
Corea	31.0	29.9	30.5
Chile	28.9	30.9	29.9
Indonesia	26.6	29.3	27.9
Venezuela	28.1	26.2	27.2
Paraguay	32.1	19.9	26.0
Bolivia	23.2	27.1	25.2
Polonia	22.8	23.1	22.9
Sudafrica	20.0	23.9	21.9
Uruguay	21.3	21.5	21.4
Turquía	23.1	19.7	21.4
China	17.5	18.5	18.0
Colombia	13.0	21.1	17.1
México	17.0	13.9	15.5
Perú	12.8	9.6	11.2
Brasil	6.3	9.7	8.0
India	7.5	6.6	7.1
Argentina	8.1	6.6	7.3

Exportaciones e Importaciones de Bienes y Servicios según Cuentas Nacionales

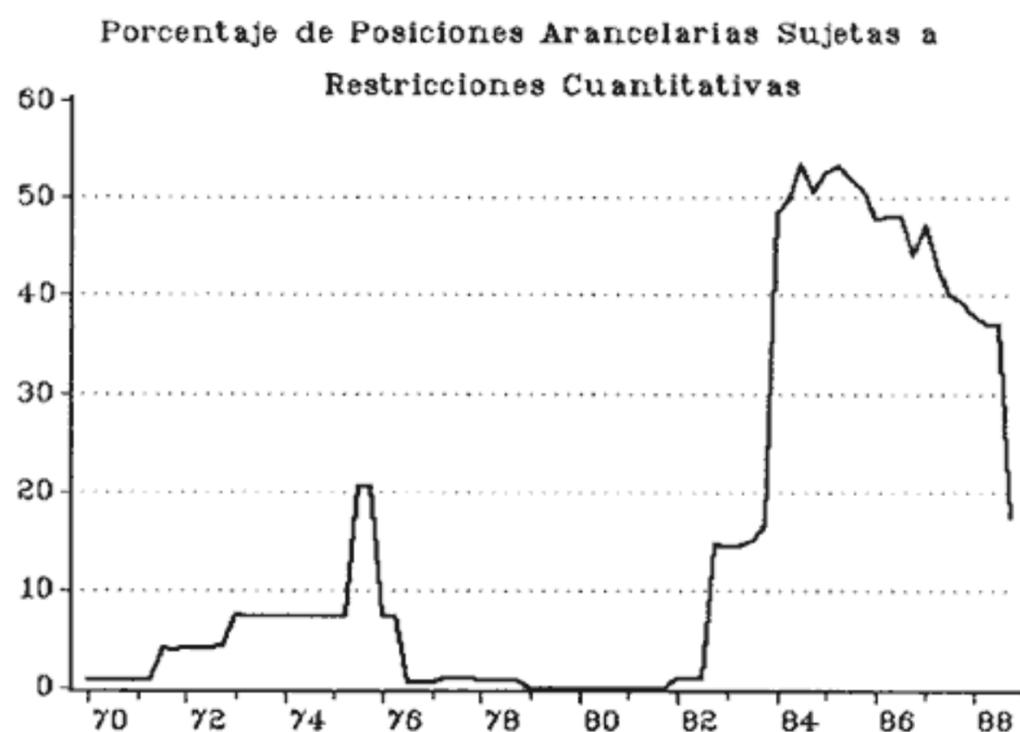
El resultado de las políticas de sustitución de importaciones, buscando la industrialización y diversificación de la producción local, arrojaron resultados por todos conocidos en materia de pérdida de eficiencia, creciente lobby para mantener el tamaño de los sectores protegidos y descenso de la tasa de crecimiento del PBI. Adicionalmente, el creciente desorden macroeconómico de las últimas décadas y las crisis externas asociadas, impidieron la discusión y formulación de una política comercial que promoviera la inserción del país en la economía mundial.

Desarrollos Recientes en Política Comercial

En los últimos años Argentina ha adoptado medidas de fundamental importancia en relación a la apertura de su comercio exterior. Dichas medidas forman un gran abanico que ha reformado fundamentalmente la estructura del comercio exterior luego de décadas de intervención y regulación. El amplio conjunto de medidas adoptadas puede ser clasificado en tres cuerpos principales: (1) restricciones cuantitativas, (2) Aranceles e impuestos al comercio exterior y (3) medidas cambiarias.

La eliminación de **restricciones cuantitativas a la importación** comienza a partir de 1988 con la eliminación gradual de la restricción del requisito de licencia de importación (Gráfico 7). Previamente, en 1984, este requisito llegó a abarcar a más del 50% de todas las posiciones arancelarias. Listas de importaciones prohibidas suplementaban a los casi imposibles trámites para obtener licencias en caso de bienes de consumo final o aquellos competitivos con los producidos en el país. El efecto de las restricciones cuantitativas fue determinante: en 1988 Argentina importó sólo por valor de 4890 millones de dólares, cifra similar a la de las importaciones de Chile ese mismo año. A fin de apreciar lo restrictivo de esta cifra cabe notar que el tamaño de la economía Argentina es alrededor de seis veces el de nuestro vecino Chile (estimaciones del Banco Mundial para 1994).

Gráfico 6



El control de cambios ha sido tradicionalmente usado como sustituto y aún como complemento de las restricciones cuantitativas. No lejanas están las épocas en que los formularios 4008 se apilaban sin esperanza en oficinas del Banco Central. Al restringir el acceso a las divisas, el control de cambios actuaba como una restricción cuantitativa a la importación. A la vez, la brecha cambiaria generada por los controles de acceso a las divisas actuaba como un fuerte impuesto a la exportación. El resultado de esta medida era la de restringir tanto las importaciones como las exportaciones.

Tabla 7
Recaudación de Impuestos
a la Exportación

Año	En % de las exportaciones gravadas	En % del PBI
1981	4.4	0.17
1982	8.7	0.55
1983	26.7	1.48
1984	27.7	1.21
1985	30.7	2.12
1986	26.0	1.13
1987	9.0	0.35
1988	5.1	0.30
1989	10.1	2.63
1990	17.8	1.50
1991	6.2	0.47
1992	1.8	0.10

(1) Incluye derechos de exportación, estadísticas, INTA, y Fondo Nacional de la Marina Mercante, cuando ellos estuvieron vigentes.

Fuente: MEOSP (1992)

La Ley de Convertibilidad ha eliminado del rango de medidas utilizables a todo tipo de restricción cambiaria. Hoy día la Argentina goza de un sistema de acceso a las divisas sólo disponible en pocos centros financieros altamente desarrollados.

A los controles cuantitativos y cambiarios se sumaba una pesada carga fiscal sobre el comercio exterior a través de la aplicación de impuestos a la importación y a la exportación. Los impuestos a la exportación, que llegaron a superar el 30% del valor de algunos productos agropecuarios, han sido virtualmente eliminados (Tabla 7), en tanto que los aranceles promedio de importación han experimentado una significativa reducción unida a una disminución en los niveles del arancel máximo (Tabla 8).

Los aranceles a la importación siguieron una trayectoria no tan directa pero con similar tendencia a la de los impuestos a la exportación. En la Tabla 8 se aprecia de manera clara la evolución de la estructura arancelaria en los últimos años. El arancel promedio a la importación comienza a disminuir marcadamente a partir de 1989, cayendo de casi 29% en Noviembre 1989 hasta solo 16.36% en Enero de 1990. A partir de este momento los descensos se realizan de forma mas gradual. Hasta abril de 1991, se privilegió una estructura arancelaria nominal uniforme en un nivel cercano al 20% (80% de las posiciones tenían una tarifa de 22% y el 20% restante presentaba un nivel de 0%). El objetivo perseguido era el de no introducir distorsiones que alejaran la estructura de precios relativos internos de la internacional. A partir de la gestión Cavallo, este criterio cambió, dado que si bien la estructura arancelaria de abril '91 -su primer acción en este sentido- presenta un arancel promedio de menos de 10% (aproximadamente la mitad del vigente hasta entonces), aumenta fuertemente la variabilidad de los aranceles (se dobla el coeficiente de variación de los aranceles en Abril 1991). En efecto, la primer reforma global en la etapa de la Convertibilidad, establece tres niveles arancelarios: 0% para materias primas, 11% para insumos intermedios y 22% para bienes manufacturados.

Sin dudas, este nuevo criterio con progresividad arancelaria según el grado de elaboración del bien comercializado, protege en mayor medida a la producción doméstica, por lo que la comparación lisa y llana de los promedios tarifarios induciría a un error si se la interpretara en forma automática como proveedora de una mayor competencia a la producción local. En este sentido debe recordarse que los aranceles nominales, cuando no existen otro tipo de trabas comerciales, determinan los precios enfrentados por los consumidores. Pero la protección a las actividades productivas, depende de los aranceles aplicados a los insumos y a los bienes finales producidos. Este es el concepto de protección efectiva, el cual intenta medir el grado de protección globalmente acordado a un proceso productivo.

Tabla 8
Desarrollos Recientes en la Estructura Arancelaria

Concepto	Arancel Promedio	Dispersión	Coefficiente de Variación	Arancel Máximo	Arancel Mínimo	Cantidad de Arancel Max.	Posic. con Arancel Min.
Situación Inicial	28.86	13.90	48.16	40	0	2335	849
Dic 89	20.72	10.62	51.25	30	0	2311	783
Ene 90	16.36	8.32	50.86	24	0	3139	783
Feb-Mar	15.47	8.92	57.66	24	0	3020	1419
Abr	16.15	8.37	51.83	24	0	3110	783
May	18.32	5.21	28.44	24	5	3110	795
Jun-Jul	18.45	5.21	28.24	24	5	3113	795
Ago	17.93	5.21	29.06	24	5	3114	799
Oct	17.29	5.36	31.00	24	5	3821	926
Ene 91	18.15	8.36	46.06	22	0	91771	946
Abr	9.73	9.53	97.94	22	0	3808	5165
Nov	11.74	7.31	62.27	35	0	15	769
Nov 92	10.24	5.17	50.49	20	0	513	698

Hacia fines del '91 se cambiaron los niveles arancelarios por los siguientes: 5% materias primas, 13% insumos intermedios, y 22% bienes manufacturados. Adicionalmente, para productos electrónicos se llevó el arancel a 35%. Los bienes de capital no producidos localmente, estaban exentos de arancel.

En noviembre de 1992 se introdujo una reforma adicional. Los aspectos más importantes fueron el aumento de 3% a 10% en la tasa de estadística, la reducción en gravámenes sobre exportaciones y la ampliación del número de niveles arancelarios (Tabla 9).

Tabla 9
Estructura arancelaria en Noviembre 1992

Arancel %	Descripción	Arancel	Numero de posiciones
0.0	Bienes de Capital no producidos	0.0	698
		2.5	303
2.5	Materias primas vegetales, animales y minerales	5.0	923
		7.5	1614
		10.0	1054
5.0	Cadena de la industria	12.5	842
7.5	de la	15.0	2679
10.0	alimentación	20.0	513
5.0	Cadena de las industrias básicas:	Total	8626
7.5	celulosa, papel, petroquímica,		
10.0	siderurgia y otros metales,		
12.5	parte básica de la cadena textil		
15.0	Bienes de capital producidos, partes y piezas, manuf. finales de papel, plásticos, siderurgia y otros metales, tejidos de la cadena textil		
20.0	Bienes de consumo final		

Fuente: SICE y MEOSP

Asimismo se adecuó la política de reembolsos a las exportaciones, que puede apreciarse en el cuadro 8. De acuerdo a ella, el reembolso promedio -sobre la base de las exportaciones de 1990- se ubicaría en 6.3%, con máximos del 20%.

Debe notarse que la justificación oficial para la nueva estructura arancelaria parte de la estructura fijada para los reembolsos a la exportación. De lo contrario "se hubieran creado desigualdades entre el incentivo a vender en el exterior y en el mercado interno" (Boletín CEI No.36). En nuestra opinión, sin embargo, encontramos difícil de justificar reembolsos adicionales al del IVA por montos de hasta 20%. Mas bien, estos reembolsos, en conjunción con un aumento en los aranceles del 7% (a través del aumento de la tasa de estadística) parecen ser mas fáciles de justificar como un esquema de devaluación encubierta implementada a través de la receta convencional de aplicar simultáneamente un impuesto a la importación y un subsidio a la exportación.

En Mayo 1993 se reduce a cero el arancel para bienes de capital producidos en el país (los no producidos ya tenían arancel cero) y se los desgrava de la contribución de Estadística. Para compensar a los productores domésticos se establece un subsidio del 15% a la producción local.

Si bien los logros destacados en materia de apertura arancelaria son significativos, surge a primera vista un elevado número de reformas arancelarias, con marchas y contramarchas, con aranceles que suben y luego bajan, con sectores a los que primero se los enfrenta a la competencia internacional para luego protegerlos con restricciones cuantitativas. No parece que exista una elevada preocupación por los efectos de tanto manejo discrecional de los aranceles y cuotas. En este aspecto debemos resaltar que un clima de inversiones sostenido es más fácil de lograr cuando las reglas son claras y cuando el sector privado puede esperar no verse sorprendido por los cambios en la política económica.

A las medidas unilaterales de desregulación del comercio exterior se han sumado una serie de acciones tendientes a la **integración del país en el contexto de la economía mundial**. El proceso de integración del Mercosur continúa dentro de los plazos establecidos a pesar de los problemas que causa la inestabilidad macroeconómica de Brasil. Aparece ahora como factible una mayor integración comercial con la economía de EEUU a través de la posible incorporación al NAFTA, ya sea unilateralmente o conjuntamente con los países miembros de Mercosur.

La probable adopción de medidas efectivas en el área del reconocimiento de los derechos internacionales de propiedad intelectual es un requisito indispensable que allanará el camino para el comienzo de discusiones serias con EEUU sobre el tema NAFTA y que facilitará nuestra inclusión en el contexto de la comunidad de los países desarrollados.

El conjunto de medidas adoptadas debería conducir a una mejora sustancial y sostenible en nuestro comercio exterior. Esto es aún más cierto si se las combina con las importantes medidas adoptadas en materia de reforma del Estado, privatización y desregulación en otras áreas de la economía.

La Respuesta de los Flujos Comerciales a la Liberalización

Los flujos comerciales respondieron rápidamente a la eliminación de restricciones cuantitativas y a la reducción en los aranceles (Tabla 10). El total de importaciones aumentó un 103% en 1991 (desde la base mínima de \$4.000 millones en 1990), 80% en 1992 y 13% en 1993. La desaceleración en el crecimiento de las importaciones se revirtió en 1994, cuando las importaciones crecieron un 33% durante los primeros 9 meses. Las exportaciones también reaccionaron, pero más tarde y con más lentitud que las importaciones: cayeron un 3% en 1991, y aumentaron un 2,2% en 1992 y un 7% en 1993. En 1994, el crecimiento de las exportaciones siguió aumentando, con exportaciones que subieron un 14,7% en los primeros nueve meses.

Tabla 10

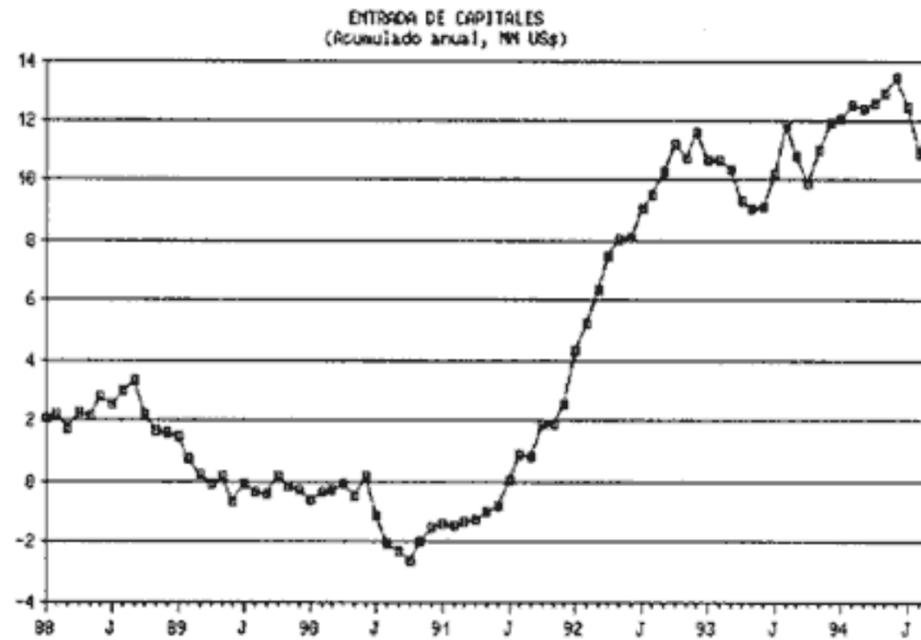
EVOLUCION DE EXPORTACIONES E IMPORTACIONES
(millones de dólares)

	1989	1990	1991	1992	1993	1° Trim. 1993	1° Trim. 1994
	====	====	====	====	====	====	====
TOTAL IMPORT.	4203	4077	8275	14872	16786	5719	8266
-BS. CAP.	745	636	1435	3095	4115	1304	2357
-OTROS	3458	3441	6840	11777	12671	4415	5909
TOTAL EXPORT.	9579	12352	11977	12235	13090	5185	5738
-PRIMAR.	2044	3339	3300	3500	3272	1669	1663
-COMB.	343	985	766	1082	1224	478	466
-PROD. AGRIC.	4006	4664	4927	4830	4929	1816	2048
-PROD. IND.	3186	3364	2984	2823	3665	1222	1561
BS.CAP./IMPORT.	17,7	15,6	17,3	20,8	24,5	22,8	28,5
EXP.IND./EXPORT.	33,3	27,2	24,9	23,1	28,0	23,6	27,2
TASAS DE CRECIMIENTO ANUAL							
	1989	1990	1991	1992	1993	ene/may 1994/93 %	
	====	====	====	====	====	=====	
TOTAL IMPORT.		-3,0	103,0	79,7	12,9	44,5	
-BS. CAP.		-14,6	125,6	115,7	33,0	80,8	
-OTROS		-0,5	98,8	72,2	7,6	33,8	
TOTAL EXPORT.		28,9	-3,0	2,2	7,0	10,7	
-PRIMAR.		63,4	-1,2	6,1	-6,5	-0,4	
-COMB.		187,2	-22,2	41,3	13,1	-2,5	
-PROD. AGRIC.		16,4	5,6	-2,0	2,0	12,8	
-PROD. IND.		5,6	-11,3	-5,4	29,8	27,7	
	ene. sep. 1993	ene. sep. 1994	ene. sep. 1994/93				
	====	====	=====				
IMPORT.	11789	15700	33,2%				
EXPORT.	9899	11357	14,7%				
DEFICIT	-1890	-4343					

Siguiendo a la entrada de capitales, el balance comercial ha tenido un déficit creciente desde 1992, cuando alcanzaba \$2.600 millones. El déficit aumentó a \$3.700 millones en 1993, y para los primeros 9 meses de 1994 alcanzó los \$4.300 millones.

Es claro que los déficits comerciales han sido causados por la significativa tasa de entrada de capitales desde la implementación del Plan de Convertibilidad. El gráfico 7 muestra la evolución de la entrada de capitales usando datos acumulados de 12 meses. El cambio en la tasa de entrada que se produjo después de 1991, cuando el Plan de Convertibilidad fue implementado, fue drástico. Desde una tasa de cerca de cero en 1990, la entrada de capitales saltó a tasas anuales de \$11-12 mil millones en 1993 y 1994.

Gráfico 7



Parece que las importaciones han reaccionado rápidamente a la disponibilidad de crédito extranjero mientras que el crecimiento de las exportaciones ha estado más determinado por la senda del ajuste estructural. Desde esta perspectiva, un crecimiento más rápido de las exportaciones puede estar esperando que se completen las reformas necesarias, como la reducción del tamaño del gobierno y la reforma laboral. Los elevados costos del trabajo debido a los impuestos al salario y la regulación, junto con los precios monopólicos en varios servicios públicos y la gran protección a otras industrias de insumos básicos como el transporte y el papel se agregan al "costo argentino" y reducen las posibilidades de crecimiento de las exportaciones.

Del lado positivo, deberíamos mencionar la rápida expansión de las importaciones de bienes de capital que aumentaron un 126% en 1991, 115% en 1992, 33% en 1993, y 81% en los primeros nueve meses de 1994. El tratamiento arancelario preferencial y el rápido crecimiento de la economía y de las inversiones son factores determinantes para esta rápida expansión en importaciones de bienes de capital que contribuyen al crecimiento de la productividad de la economía.

Si la tasa de entrada de capitales disminuye, como parece ser el caso en la segunda mitad de 1994, los recursos deberían moverse al sector exportador y las importaciones deberían caer. Para permitir este cambio en los recursos, el tipo de cambio real debería depreciarse, revirtiendo el proceso experimentado durante 1991-93 cuando se apreció mucho en respuesta al creciente déficit comercial. Con un tipo de cambio nominal fijo, la apreciación real requerirá una reducción en el precio de los bienes no comercializados que se asocia normalmente con una disminución del ritmo de la actividad económica.

Sin embargo, la cantidad de apreciación real requerida y el impacto en la actividad dependerá crucialmente del grado de flexibilidad de mercado en la economía. En un sistema altamente regulado, un pequeño cambio de recursos requerirá grandes cambios en los precios relativos: esto es lo que normalmente ocurrió en Argentina en respuesta a cambios en la demanda: los recursos se mueven poco y los precios experimentan movimientos drásticos. En un contexto más flexible un cambio en la demanda agregada puede inducir movimientos de recursos para el sector exportador con poca necesidad de cambios en los precios relativos. En el límite, en una economía muy abierta con mercados flexibles y competitivos, el tipo de cambio real puede experimentar muy pocas variaciones en respuesta a cambios en el balance externo.

La respuesta óptima para Argentina, por lo tanto, parece ser continuar con la senda del ajuste estructural, agregando flexibilidad a la economía, de tal modo de minimizar la necesidad de un ajuste del tipo de cambio real, cuando y si llega el momento de una reducción en la tasa de entrada de capitales.

El pilar básico del Plan de Convertibilidad ha sido la estabilidad macroeconómica que es apoyada por el nuevo sistema monetario con un tipo de cambio nominal permanentemente fijado. La incertidumbre respecto del valor de la moneda puede producir una repentina corrida contra el sistema financiero que podría afectar la estabilidad macroeconómica. Es, por lo tanto, de crucial importancia eliminar cualquier expectativa del mercado respecto de la posibilidad de que una devaluación nominal pudiera alguna vez usarse para resolver un problema en el sector externo.

El sector externo ha estado bajo una fuerte presión durante el Plan de Convertibilidad. La reforma comercial y el boom de la entrada de capitales simultáneos permitieron el boom importador y la atonía exportadora. Un mayor ajuste estructural, en particular la liberación de recursos del sector público y la flexibilidad en mercados laborales son alternativas para el ajuste en el sector externo en el caso de que se debilite la entrada de capitales.

Aunque la remoción de las restricciones a la importación no han tenido precedentes, la tendencia de los subsidios a la exportación podría ser problemática. Esta política, como se implementó bajo el nuevo "régimen de especialización industrial", puede tener costos significativos para la asignación de recursos (los subsidios a la exportación espejo operan como un sistema de "apostar al perdedor") y puede ser fuente de desequilibrios fiscales similares a aquellos del ahora extinto régimen de promoción industrial.

Algunos sectores privilegiados siguen teniendo protección especial respecto de la competencia extranjera. Este trato privilegiado de sectores, que no parece tener ninguna ventaja comparativa particular, puede afectar la credibilidad y el mantenimiento de las reglas competitivas que se aplican al resto de los participantes del mercado. Las industrias automotriz y papelera son dos de estos sectores elegidos.

Los regímenes especiales como el que existe actualmente para las industrias en Tierra del Fuego no parecen ser necesarios por razones de política internacional y son muy costosos en términos de asignación de recursos. Los incentivos fiscales garantizados parecen ir más allá de cualquier estrategia sensata de industrialización: las empresas en Tierra del Fuego están exentas de Impuesto a las Ganancias (30% de otro modo), pagan sólo el 7% del 18% del IVA, pagan sólo el 30% de los impuestos laborales (que suman el 50% del costo laboral total), están libres de aranceles de importación en insumos, y, en caso de que exporten, tienen derecho a los subsidios a la exportación espejo.

El programa para la reforma estructural debe apuntar, de una vez para siempre, a terminar con la protección respecto de la competencia extranjera para sectores privilegiados. En las últimas décadas, estos sectores fácilmente identificables han sido sistemáticamente protegidos, en gran parte con la excusa de regímenes temporarios. Cuando las administraciones políticas o los regímenes terminan, la regla ha sido reemplazarlos por un nuevo régimen temporario, aunque con un nombre diferente.

Existe en el mercado el temor de que si se revierten las entradas de capitales se experimentará un proceso inverso al ocurrido en 1990-93: caída de importaciones, devaluación real (posiblemente a través de la devaluación nominal) y recesión. Contrariamente, nosotros creemos que se han realizado cambios sustanciales en la estructura de la economía argentina de manera tal que la reversión al contexto pre-hiperinflacionario no es factible (ni deseable).

Nuestro diagnóstico de la situación actual es que en grandes líneas las importaciones están determinadas por la expansión del gasto posibilitada por las entradas de capitales en tanto que la trayectoria de las exportaciones depende básicamente de variables tales como el ajuste estructural, el aumento de productividad y la inversión en nuevos mercados. Desde esta perspectiva, todo punto ganado en exportaciones representa un ajuste permanente que no depende de la coyuntura macroeconómica. De revertirse el flujo de capitales esto habría de afectar a las importaciones, ya que carecerían de financiamiento, pero no debería afectar a las exportaciones.

La opción en 1994 no es la de esperar la salida de capitales para devaluar y soportar la recesión, sino profundizar el cambio estructural y el proceso de integración continental para que sucedan dos cosas simultáneamente: (1) la inversión directa reemplace a la inversión financiera de manera tal que continúe la entrada neta de capitales de forma autosostenible al aumentar la capacidad de generación de divisas, y (2) se profundice el proceso de liberalización en los mercados de factores de manera tal que aumente la elasticidad de respuesta del sector exportador a cambios en su precio relativo; de obtenerse este resultado, pequeños incentivos de precio podrían generar respuestas significativas en el monto exportado sin necesidad de que el ajuste externo se de por la vía usual de recesión y caída de importaciones.

El Déficit de EEUU y el Cambio Dólar-Yen

Un caso similar al que nos ocupa es lo ocurrido entre Japón y EEUU sobre la continuidad de los déficits comerciales bilaterales (de EEUU) a pesar de la enorme devaluación que los mercados de capitales han infrigido sobre el tipo de cambio bilateral del dólar y Yen. Acá nuevamente vemos en acción la confusión entre tipo de cambio y déficit comercial. El tipo de cambio es el resultado y no el causante de los déficits. El déficit de EEUU se debe a la entrada de capitales que enfrenta. En la medida que la deuda americana aumenta, el dólar se devalúa por ser este mas abundante en los mercados internacionales, pero esta devaluación no tiene porqué reducir la tasa de entrada de capitales. En la medida que se mantenga la alta tasa de ahorro Japonesa y el déficit fiscal de EEUU, cabe esperar que los déficits comerciales se mantengan y el dólar continúe devaluándose.

Gráfico 8

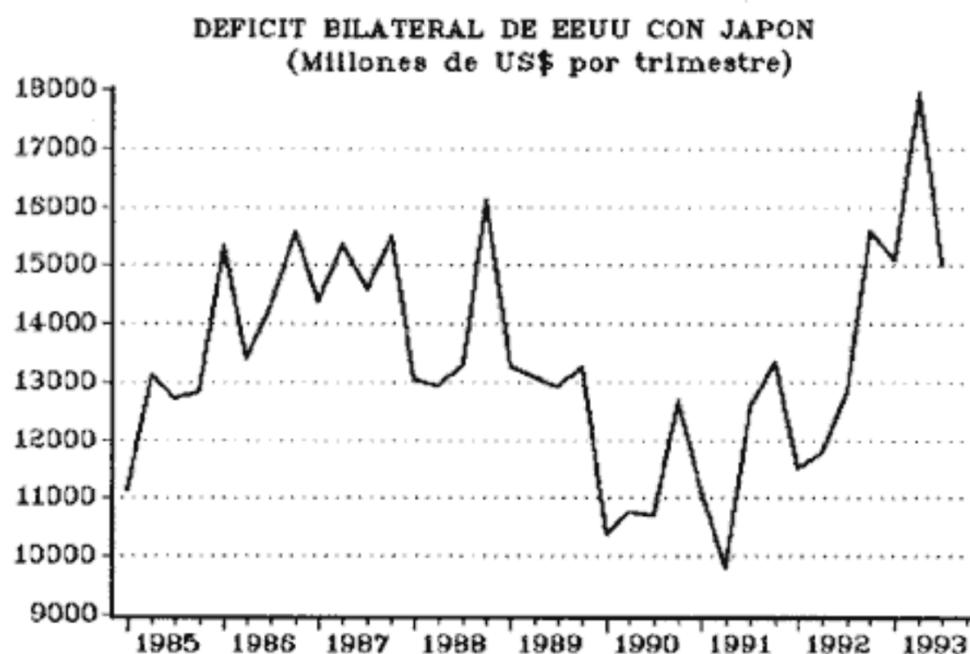
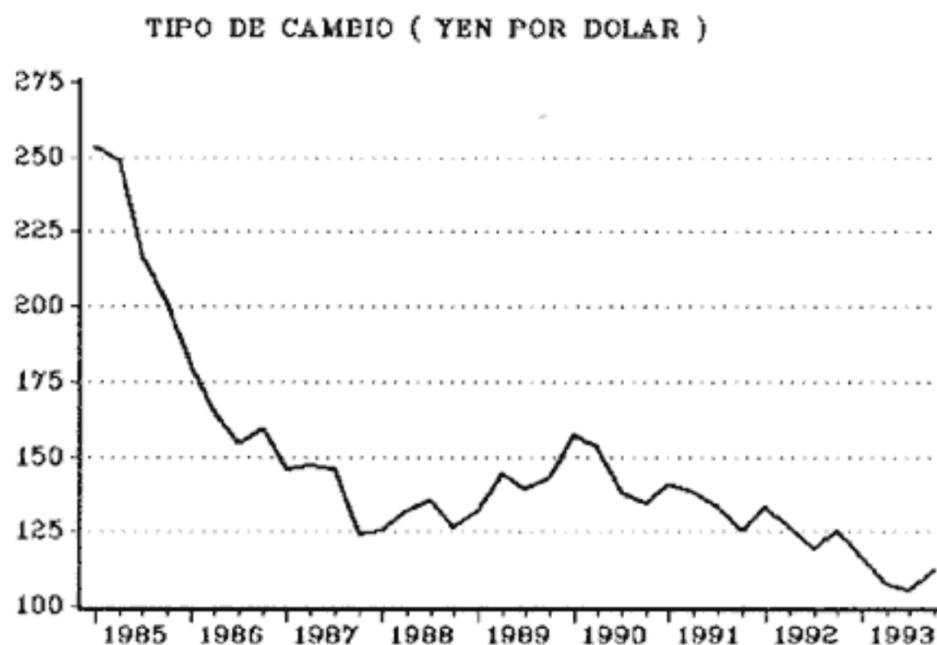


Gráfico 9



La alternativa de devaluar para mejorar la balanza comercial (independientemente de ajustes en los niveles de gastos e ingresos) sugiere una relación de causalidad entre el tipo de cambio y la balanza comercial: denominando DEF al déficit de EEUU vs. Japón y TDEC al precio del dólar en término de yenes, este enfoque sugiere una relación positiva entre ambas variables: al devaluarse el dólar (menos TDEC) cae el déficit (menos DEF). La realidad de la última década no confirma esta hipótesis: los Gráficos 8 y 9 muestran a simple vista que hay poca o ninguna relación entre el déficit EEUU-Japón y su tipo de cambio bilateral.

El análisis estadístico de los datos disponibles confirma que el tipo de cambio dólar-yen está poco relacionado con el déficit comercial bilateral, y en realidad lo está de la manera opuesta a la descrita: en el corto plazo una apreciación del dólar (un mayor TDEC) se asocia con una reducción en su déficit (menor DEF). Los resultados de la regresión con variables trimestrales se muestran en la Tabla 11.

Tabla 11
Análisis de regresión de la relación entre el
Déficit EEUU y Japón con su Tipo de Cambio

DEF =	17193	- 80.6 TDEC(t)	+ 0.12 TDEC(t-1)	+ 23.8 TDEC (t-2)	+ 26.3 TDEC(t-3)
T-Value	(0.3)	(-2.1)	(0.00)	(0.6)	(0.9)

R2= 0.44

ARIMA (1) = 0.50 (2.88)

Muestra: 1986.I - 1993.III

DEF: Déficit Comercial de EEUU vs. Japón en millones de dólares (déficits son positivos).

TDEC: Yen por Dólar (trimestrales fin de periodo)

Sostenibilidad de los Déficits Comerciales

En un artículo periodístico reciente manifesté a mi interlocutor que no me preocupaba que el déficit comercial argentino se extendiera por varios años si es que tenía financiamiento genuino. La entrevista se publicó con el titular: "Veinte años no es nada". En realidad, hay muchos países en la comunidad internacional que han hecho del déficit comercial un modo sostenible de vida. Un repaso del banco de datos del IMF muestra que mas que 20 años, la norma parece ser entre 30 y 40 años de déficit sostenidos para varios países que uno no asocia con desequilibrio sino mas bien como ejemplos de desarrollo sostenido y viable. La Tabla 12 muestra los países que he encontrado que han experimentado déficits comerciales significativos en las últimas cuatro décadas (restricción impuesta por la disponibilidad de datos).

Tabla 12
Casos de Déficit Comerciales Sostenibles

Israel	Déficit desde 1952: 42 años continuos	Def/GDP (1992): 7.7%	Forma principal de financiamiento: Transferencias
España	Déficit desde 1955: 39 años	Def/GDP (1991): 6.2%	Forma principal de financiamiento: Servicios de turismo
Suiza	Déficit desde 1956: 38 años		Forma principal de financiamiento: Servicios financieros y patentes
India	Déficit desde 1955 (salvo 3 años): 37 años		Forma principal de financiamiento: Ayuda externa
Singapur	Déficit desde 1963: 30 años		Forma principal de financiamiento: Servicios financieros, seguros, transportes, etc.
Corea	Déficit desde 1952 (salvo 4 años): 38 años	Def/GDP (1991): 2.5%	Forma principal de financiamiento: Inversión directa y financiera
Noruega	Déficit 1955 al 1978: 23 años	Def/GDP (1977): 11.3%	Forma principal de financiamiento: Inversión directa y financiera

Nota: Los déficits pueden haber comenzado antes de las fechas iniciales, las cuales son las primeras disponibles en el banco de datos.

La evidencia de la Tabla 12 muestra a las claras que déficits comerciales bien importantes son sostenibles por mucho más de 20 años y en países que son ejemplo de crecimiento y estabilidad. La clave para la sostenibilidad de los déficits está en que exista la posibilidad de un financiamiento genuino. Dicho financiamiento sostenido ha de encontrarse en la cuenta de servicios (turismo, royalties, seguros, fletes, dividendos, intereses) o en la inversión directa.

Países que son sinónimo de desarrollo y alta tecnología, tal como Suiza, presentan déficits comerciales permanentes que son financiados de manera sostenible por otros ítems de la cuenta de servicios. Debe notarse que a pesar de tener déficits comerciales hace al menos 38 años, el desempleo en Suiza es una variable casi desconocida a tal punto que no se lo mide en porcentaje sino por el número absoluto de desempleados. Otros ejemplos de crecimiento y desarrollo tales como Corea y Singapur también han sostenido déficits comerciales por décadas, sin que ello les impida clasificar en el club de los tigres asiáticos. Debe notarse que la inversión directa fue el factor sostenible que financió los déficits de Corea.

En el caso argentino, nuestra balanza de servicios es claramente deficitaria y no veo la chance de que seamos competitivos en la exportación de los mismos en un plazo razonable. Por lo tanto, la única fuente genuina y sostenible de financiamiento sería la inversión directa ya que no he encontrado ningún caso de países que se hayan financiado por largo plazo con inversión financiera de cartera. El ajuste estructural que favorezca la inversión directa es por lo tanto la alternativa mas viable para la continuidad del plan de convertibilidad sin tener que adoptar medidas bruscas de ajuste.

Los Costos de la Protección y la Distribución del Ingreso

El proteccionismo ha sido una presencia ominosa en Argentina a lo largo del período de posguerra. Como bien se sabe, las medidas proteccionistas favorecen a unos pocos privilegiados a expensas de los consumidores. La concentración de beneficios del proteccionismo da poder económico a los lobistas y es, por lo tanto, sumamente difícil de combatir.

Los argumentos que se usan para justificar la protección de un sector son tan variados como el ingenio de aquellos que se benefician con ella. El argumento más común es: "Otros países lo hacen". En estos casos, se omiten sistemáticamente dos cuestiones: qué países desarrollados lo hacen, y cuál es el nivel de protección de aquellos que lo hacen. Desde una perspectiva científica este argumento es tan válido como decir que, como algunas personas famosas toman drogas, uno también debería hacerlo.

Los aranceles y las cuotas proteccionistas permiten al productor local aumentar su precio en el mercado local. Este aumento de precio subsecuente es lo mismo que haber gravado con un impuesto a las ventas del mismo valor el costo del consumidor. De hecho, se acepta que los aranceles son exactamente lo mismo que un impuesto al consumo, de cuya recaudación, parte se usa para subsidiar al productor con la misma tasa. Desde una perspectiva práctica, el arancel es más directo pues las transacciones se hacen automáticamente, tanto para el consumidor como para el productor local, aumentando el precio. Sin embargo, la incidencia es la misma.

Los aranceles no protegen a un país tomador de precios del resto del mundo, sólo protegen a los productores locales a expensas de los consumidores locales. Con una tarifa sobre el producto x, los consumidores gastarán más en compras de x y menos en compras de otros productos locales. Por lo tanto, la protección no sólo favorece al productor beneficiado a expensas de los consumidores, sino también a expensas de otros sectores productivos de la economía cuyo nivel de demanda caerá.

La defensa de la fuerza de trabajo también se usa con frecuencia como argumento para apoyar el proteccionismo. Sin embargo, al proteger un sector, los consumidores sufren un aumento de precios y, para financiarlo, compran menos productos de otros sectores cuyo empleo, a su vez, cae. El sector protegido debería mostrar por qué es mejor defender su empleo a expensas del empleo del resto de la economía.

La cantidad de ingresos redistribuidos a través de la protección es pasmosa. Tomando como ejemplo a los automóviles, realísticamente asumimos una sobrecarga promedio de 100% y un precio local por unidad que promedia los \$20.000 en cuyo caso el consumidor paga una transferencia de \$10.000 por vehículo. Con ventas anuales de 300.000 unidades, la cantidad transferida será de \$3.000 millones por año. Esta renta, pagada por los consumidores, se distribuye entre todos los grupos que participan en el sector, incluyendo los inversores y los empleados, tanto en los niveles de insumos como de producción y ventas; y el gobierno a través de los impuestos.

Supongamos hipotéticamente que hay 300.000 trabajadores en el sector y que la industria se cierra por completo (lo que sería virtualmente imposible) para permitir la importación con un arancel cero. Si se permitiera a los consumidores importar con tarifa cero y se les cobrara \$3.000 millones, todo quedaría exactamente en la misma posición que antes y al mismo tiempo se podría subsidiar a cada trabajador despedido con \$10.000 al año. Como alternativa, se podría usar el dinero para pagar anualmente \$1.000 a cada uno de los 3 millones de jubilados. También los consumidores podrían quedarse con el beneficio y gastar el dinero donde les conviniera, en cuyo caso, los \$3.000 millones podrían ir a incrementar la demanda de productos, y, a su vez, el empleo en otras industrias locales.

El proteccionismo es un gasto público disfrazado, del cual se favorecen muchos sectores. Supongamos que el sector que compite con las importaciones es de alrededor de 20% del Producto Bruto Interno (alrededor del 60% son servicios que no tienen competencia externa y el resto son productos agrícolas e industriales no comercializados). Supongamos también que, en promedio, la protección permite un precio del sector que sea 25% más alto que el de su competidor internacional (tarifa del 15% y sobretasa estadística de 10%). En este caso el subsidio escondido, pagado por los consumidores, será el 25% de sobrecarga multiplicado por el tamaño del sector protegido que es 20% del PBI, o sea 5% del PBI.

Con una PBI real de \$250.000 millones, la transferencia estimada de la protección es \$12.500 millones por año, una cantidad igual al total de exportaciones del país. Este costo incluye sólo la transferencia de los consumidores a sectores privilegiados, y no las pérdidas por la mala asignación de recursos o por el retraso tecnológico causado por el aislamiento de los mercados internacionales.

Los números presentados con anterioridad son sólo estimaciones ilustrativas y debería ser refinados si van a incluirse valores exactos. Sin embargo, la magnitud estimada del costo de la protección que recae en los consumidores es tan grande que debería acaparar la atención de las autoridades.

El Mercosur y el Arancel Externo Común

En enero de 1995, un esquema de arancel externo común debería comenzar a ser implementado por el Mercosur. El acuerdo completo sobre una tasa común no se ha alcanzado todavía. Si se adopta este arancel, la Argentina sólo podría entrar al NAFTA, o a otras regiones comerciales, junto con los otros miembros del Mercosur. La situación macroeconómica de Brasil no es favorable para la adopción de estas medidas y podría ser óptimo para la Argentina que el arancel externo para el Mercosur se pospusiera indefinidamente. Esto no implica que no se deba mantener un calendario para eliminar totalmente los aranceles entre los países miembros. En este caso, el Mercosur operaría como una zona de comercio libre, como el NAFTA. Los sistemas del NAFTA y del Mercosur de **verificación de origen** son lo suficientemente similares como para que la Argentina pueda pertenecer a ambos grupos, en la medida en que la restricción de un arancel externo común para el Mercosur no se imponga. Pensamos que una vez que el Arancel Externo Común de 0-20% se adopte, será muy difícil negociar entre los cuatro países miembros una entrada al NAFTA cuyas tarifas están entre 0-5%.

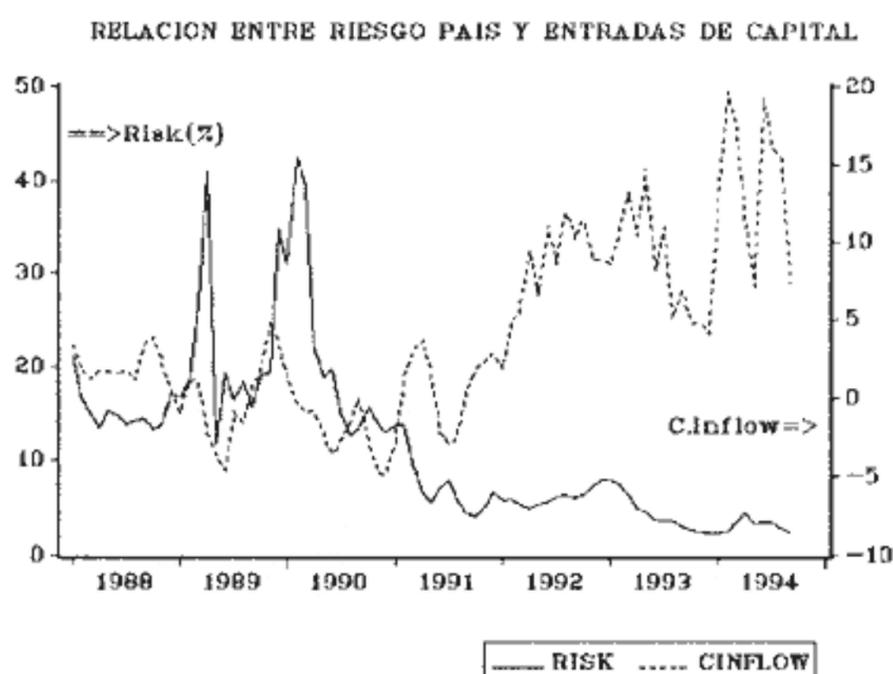
Pensamos que los países miembros del Mercosur podrían acordar listas de aranceles comunes mientras mantienen la posibilidad de que cada uno pueda modificarlos unilateralmente hacia abajo. Proponemos, por lo tanto, que el Mercosur por el momento siga definiéndose como una zona de libre comercio.

IMPLICANCIAS MACROECONOMICAS DEL PLAN DE CONVERTIBILIDAD

Entrada de Capitales, Cuenta Corriente y Tipo de Cambio Real

La nueva estrategia económica generó suficiente credibilidad, interna y externa, para reducir significativamente la prima de riesgo país, como se ve en el Gráfico 10, que muestra valores mensuales para la tasa promedio de riesgo país que prevaleció durante los tres meses anteriores y la tasa anualizada de entrada de capitales durante el mismo período. En general, podemos asociar la caída en el riesgo país con un aumento en la tasa de entrada de capitales. Los factores que contribuyeron a la caída en el riesgo país pueden asociarse con la estrategia global de ajuste estructural orientada hacia el mercado, que los mercados percibieron que se estaba siguiendo, incluyendo las reformas monetarias y fiscales, los pasos dados para refinanciar la deuda externa (bajo el Plan Brady), la reforma comercial y la muy clara señal dada por las privatizaciones en curso.

Gráfico 10



La regresión 1 muestra que una reducción de un punto en la tasa de riesgo país se asociaba con un aumento anual de 440 millones en entrada de capitales. Como el riesgo país se redujo de un promedio de aproximadamente 20% en 1990 a un poco más de 5% para fines de 1991, la contribución de este factor a la tasa de entrada de capitales debe haber sido sustancial.

Regresión 1

CAP.INFLOW (ENTRADA DE CAPITALS)= 9,32 - 0,44 COUNTRY RISK
(RIESGO PAIS)
(estadístico-T) (12,9) (-8,9)

MA(1)= 0,51 (T=5,2)

R2 AJUS.= 0,60

D-W.=1,35

MUESTRA= 88,01 - 94,09

Test F = 62,1

ENTRADA DE CAPITALS: U\$S miles de millones, tasa anualizada de los tres meses previos.

RIESGO PAIS: Diferencia entre la tasa BONEX y LIBOR. Tasa porcentual anual equivalente, construida como el promedio de la tasa de los tres meses previos.

Han habido varias fuentes de entrada de capitales durante el Plan de Convertibilidad. De lejos, la más significativa ha sido la repatriación de dólares que los argentinos tenían en el exterior. Bajo las nuevas reglas financieras, se permitió a los bancos comerciales capturar depósitos en dólares y volver a prestarlos, sujetos a un requerimiento bajo de reservas. Como el riesgo país disminuyó, los argentinos consideraron oportuno traer sus dólares que forman el componente más importante de la entrada de capitales para el período, Tabla 13.

Durante los tres años calendarios 1991-93, la entrada de capitales acumulada sumó 32.000 millones de dólares, de los cuales 15.000 millones fueron repatriación de activos, medidos en base al aumento de los depósitos en dólares en los bancos comerciales. De los restantes 17.000 millones, las privatizaciones y el crédito comercial representaron \$7.000 millones cada uno. Los 3.000 millones restantes provinieron de Organizaciones Internacionales (\$2.400 millones) y otros factores, incluyendo préstamos financieros, que llegan sólo a \$440 millones.

TABLA 13

COMPOSICION DE LA ENTRADA DE CAPITALES

	1991	1992	1993	1991/93
Argendólares	3637	4164	7282	15083
Privatizaciones	1974	1761	3292	7027
Comercio	1766	3209	2035	7010
Org.Int.	312	-202	2332	2442
Otros	-4167	2995	1596	424
Entrada Capitales	3522	11927	16537	31986
Def.Cuent.Corr.	2832	8417	8878	20127
Acum.Reservas	690	3511	7659	11860

Los U\$S32.000 millones de entrada de capitales parecen haber sido enteramente voluntarios, pues financiaron no sólo U\$S20.000 millones en déficits de cuenta corriente, sino que también permitieron una acumulación de reservas del orden de casi U\$S12.000 millones.

Como la repatriación de depósitos en moneda extranjera así como las privatizaciones tienen un punto final, la sostenibilidad a mediano plazo de la tasa de entrada de capitales depende crucialmente de la inversión extranjera directa y financiera. Hasta ahora, esos dos factores han tenido un rol relativamente menor excepto por los fondos que fueron a las privatizaciones de empresas del estado y para financiar el crecimiento de las importaciones.

La gran entrada de capitales ayudó a financiar un boom crediticio que fue un factor determinante del crecimiento real experimentado desde 1991. La relación entre el crecimiento en el índice de producción industrial y la entrada de capitales se muestra en el Gráfico 11, donde el eje izquierdo mide el logaritmo del índice de producción industrial ajustado por estacionalidad, y el eje derecho mide la tasa anualizada de entrada de capitales durante los tres meses anteriores, en miles de millones de dólares. La relación entre las dos variables anteriores se cuantifica en la Regresión 2.

Gráfico 11



De acuerdo con la Regresión 2, el coeficiente de largo plazo de CINFLOW (Entrada de Capitales) es 0,01, lo que significa que una entrada de capitales anual de U\$S1.000 millones se asocia con un 1% de aumento en el índice de producción industrial. Por lo tanto, una entrada más elevada de U\$S10.000 millones puede asociarse con un aumento de 10% en el índice de producción industrial.

Regresión 2

$$\text{LSIP} = 1,41 + 0,69 \cdot \text{LSIP}(-1) + 0,00319 \cdot \text{CINFLOW}$$

(estadístico-T) (2,3) (5,3) (2,2)

R2 AJUS.= 0,70

D-W=2,01

Test F=64,0

PERIODO= 1988.01-1994.09

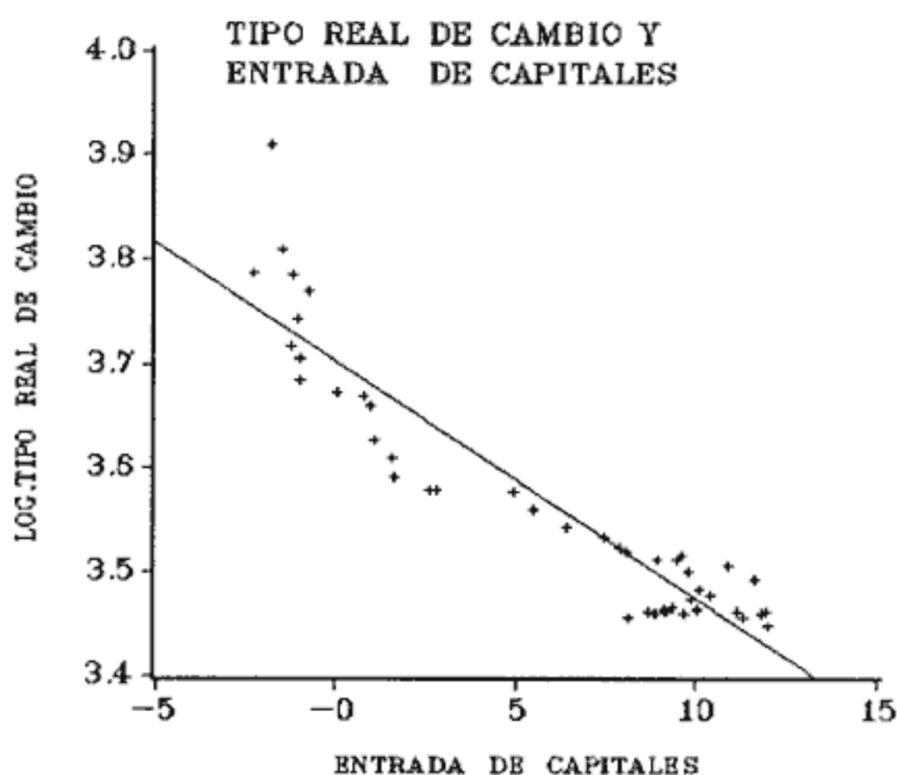
LSIP= Logaritmo del índice de producción industrial, ajustado por estacionalidad.

CINFLOW = U\$S miles de millones, tasa anualizada de los tres meses previos.

La entrada de capitales afectó tanto a la producción real como a los precios relativos. Una expansión en la oferta de moneda extranjera reducirá el precio relativo de bienes comercializados en términos de bienes no comercializados. Por lo tanto, debería haber una apreciación real de la moneda. Cuanto más cerrada es la economía y más inflexibles los mercados de factores, mayor será la caída del tipo de cambio real en respuesta a la entrada de capitales.

El Gráfico 12 muestra la relación mensual entre el tipo de cambio real y la tasa de entrada de capitales de los doce meses anteriores. El tipo de cambio real se mide como la razón entre los Índices de Precios al Consumidor de los Estados Unidos y la Argentina, corregida por el tipo de cambio nominal en el mercado libre. La relación es, como se esperaba, fuertemente negativa, lo que sugiere que la entrada de capitales, junto con la inflexibilidad en los mercados de bienes y factores, puede estar en el centro de la apreciación real experimentada durante el Plan de Convertibilidad.

Gráfico 12



La relación econométrica entre el tipo de cambio real y la tasa de entrada de capitales se explora en la Regresión 3. El coeficiente de entrada de capitales tiene un valor T de 19 que la hace significativamente diferente de cero en un nivel de confianza del 99,9%. El valor de 0,02 tomado por el coeficiente significa que una entrada anual de U\$S1.000 millones se asocia con la caída del 2% en el tipo de cambio real. Por lo tanto, para las tasas de entrada observadas de alrededor de 14.000 millones de dólares, debería esperarse una apreciación real de 28%.

Para sintetizar esta sección, los hechos estilizados de las implicancias macroeconómicas del Plan de Convertibilidad pueden describirse del siguiente modo: la percepción del ajuste estructural redujo la prima del riesgo país que, a su vez, indujo la entrada de capitales, principalmente por la repatriación de activos y privatizaciones. La entrada de capitales aumentó tanto la oferta de crédito como la de demanda agregada y terminó financiando los déficits de cuenta corriente, requiriendo, así, una apreciación real para que se produjera el cambio en los recursos.

La alta inflexibilidad de los mercados de bienes y factores en Argentina implicaba que pequeñas tasas de entrada de capitales requerían grandes cambios en los precios relativos para que se efectuaran las transferencias.

Regresión 3

$$\text{LRER} = 3,69 - 0,02198 \cdot \text{CINFLOW}(12)$$

(estadístico-T) (433) (-19)

$$R2 \text{ AJUS.} = 0,91$$

$$D-W = 1,54$$

$$\text{Test F} = 216$$

PERIODO= 1991.01-1994.09

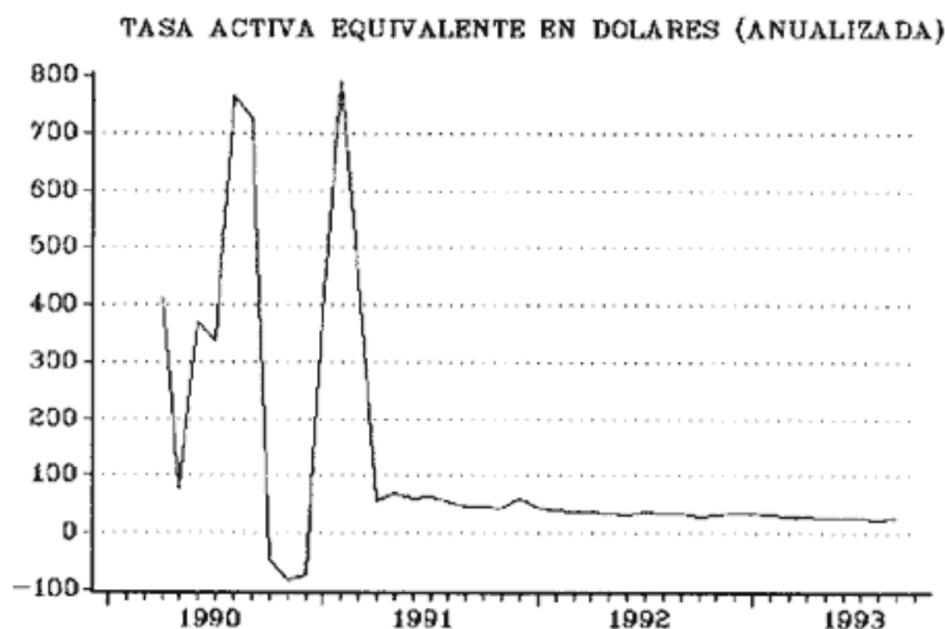
LRER= Logaritmo del tipo de cambio real (cociente del IPC de Estados Unidos y de Argentina corregido por el tipo de cambio libre).

CINFLOW(12) = U\$S miles de millones, entradas acumuladas de los doce meses previos.

Efectos en los Mercados Financieros

La reducción en la inflación más la reforma monetaria y la marea de entrada de capitales tuvo efectos sin precedentes en los mercados financieros. Después de una década de operar básicamente como una economía de trueque, reapareció el crédito y las tasas de interés cayeron mucho y rápido, como se muestra en el Gráfico 13, que ilustra los valores mensuales de la tasa equivalente anual en dólares parra préstamos en pesos. Las tasas equivalentes en dólares son la diferencia entre la tasa mensual promedio del sistema bancario para préstamos en pesos, según se publica en el boletín estadístico del Banco Central, y la tasa mensual promedio de devaluación para los 90 días siguientes. La tasa mensual así construida luego es anualizada.

Gráfico 13



La Tabla 14 muestra la descomposición de las tasas equivalentes en dólares de los préstamos en sus principales componentes: tasa externa, riesgo país, credibilidad y margen de préstamos. La expectativa de devaluación (credibilidad, medida por la diferencia entre las tasas de depósitos en pesos y en dólares en bancos comerciales) cayó abruptamente después de la implementación de la reforma monetaria, ayudado por la creación virtual de una Caja de Conversión. El riesgo país no era un componente significativo de las altas tasas reales, pues nunca excedió un 7% anual. Sin embargo, cayó, alcanzando niveles de sólo 2-3% que parece bastante bajo para un país que hasta hace poco no había pagado regularmente los servicios de su deuda externa.

Tabla 14

Tasas de Interés y Estabilización: Argentina después de 1991.05

Descomposición de Tasas Activas Equivalentes en Dólares					
Argentina	Tasa Préstamo Equiv. Dólares	Spread Tasa Activa (SPACT)	Spread Tasa Pasiva (SPPAS)		TBILL
			CREDIB	RIESGO	
1° Seis Me.	57,2	37,9	9,8	4,1	5,4
2° Seis Me.	44,7	30,3	6,0	4,3	4,0
3° Seis Me.	34,9	24,0	2,2	5,4	3,3
4° Seis Me.	32,3	20,8	2,2	6,3	3,0
5° Seis Me.	26,3	15,6	2,4	5,3	3,0

Monetización y Dolarización

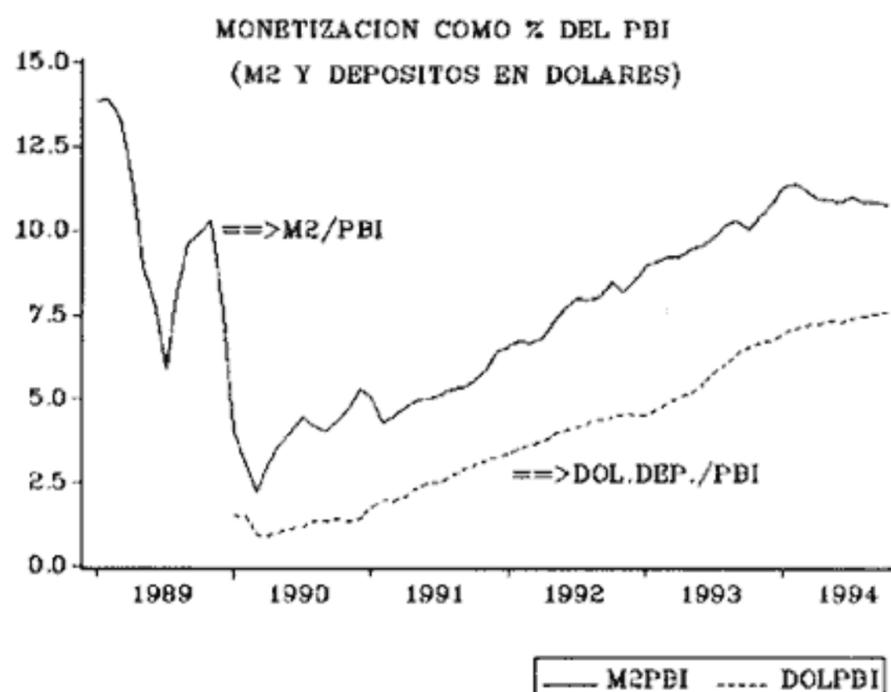
La hiperinflación y el Plan BONEX habían hecho todo excepto destruir por completo el sistema local en pesos. El mínimo histórico de monetización se alcanzó después del Plan BONEX (enero de 1990) cuando el cociente M2/PBI alcanzó un mero 2,5%. La estabilidad alcanzada desde entonces ha ayudado a un rápido incremento en el grado de monetización. Sin embargo, los niveles de monetización alcanzados durante el Plan de Convertibilidad no se acercan a los niveles alcanzados en décadas anteriores, ni siquiera a los niveles que prevalecían a principios de 1989, justo antes de que comenzara la hiperinflación. Tal vez, la razón principal para la falta de una recuperación completa de los niveles de monetización pre-hiperinflación sea el grado creciente de sustitución de moneda y la dolarización que la economía comenzó a experimentar desde principios de la década del 80.

El Gráfico 14 muestra el rápido incremento en el cociente M2/PBI que se produjo después del Plan BONEX --también muestra cómo el Plan BONEX ayudó a llevar la misma relación de un 10% a apenas un 2,5%--. El Gráfico 14 muestra además la relación de los depósitos en dólares respecto del PBI, que ha aumentado en forma sostenida desde 1990 en adelante. Puede verse que la monetización en pesos ha dejado de crecer desde finales de 1993, después de alcanzar un máximo de 111,5% del PBI. Como los depósitos en dólares siguieron creciendo en relación con el PBI, se concluye que la tendencia a la dolarización se ha acelerado durante el último año.

Durante décadas, los argentinos habían recurrido a tener dólares como una protección contra la inestabilidad monetaria en su propia moneda. Cuando la inflación empeoró durante los 80, las transacciones comenzaron a estipularse en dólares y la economía comenzó un proceso de dolarización irreversible, siendo los dólares una reserva de valor y cada vez más el standard de valor y el medio de transacción. Cuando se permitió que los bancos abrieran cuentas en moneda extranjera, los argentinos comenzaron a traer al sistema local sus tenencias en moneda extranjera que estaban seguramente depositadas en el exterior.

La dolarización es ahora evidente, dado que la relación de depósitos en dólares con respecto a los depósitos en pesos ha crecido persistentemente, como se muestra en el Gráfico 15. De valores en el orden del 40% antes de la Convertibilidad, los depósitos en dólares han alcanzado el mismo nivel que los depósitos en pesos en 1994 y siguen creciendo. La estabilización de la inflación en tasas similares a aquellas de los dólares estadounidenses no parece haber detenido el proceso de dolarización.¹

Gráfico 14



La dolarización puede en realidad haber aumentado la estabilidad en los mercados cambiarios. La estrategia monetaria ha favorecido la dolarización a través de un tipo de cambio fijado permanentemente, el respaldo con un 100% de reservas y la autorización para que los bancos cubran los requerimientos de reservas en cualquiera de las dos monedas. Siempre que se les ha pedido, las autoridades monetarias no han dudado en vender dólares a cambio de cualquier cantidad de pesos existentes, como se exige en la Ley de Convertibilidad.

¹ Este hecho, descrito como histéresis en la sustitución de moneda, fue preanunciado en el trabajo de Guidotti y Rodríguez: Dollarization in Latinamerica; Gresham's Law in Reverse?, IFS Staff Papers, Septiembre 1992.

Una crítica que se escucha habitualmente respecto de la futura estabilidad de los arreglos monetarios es que un respaldo de reservas del 100% para la base monetaria no es suficiente en el caso de una corrida bancaria, donde la totalidad del M2 podría ofrecerse para cambiarla por dólares. Como M2 está en el orden de los 30.000 millones de pesos y las reservas son sólo 17.000 millones de dólares, la estabilidad del sistema no estaría completamente garantizado en ausencia de un prestamista de última instancia.

Gráfico 15



El tema del prestamista de última instancia necesita ser aclarado, pues se lo ha usado mal de un modo consistente. El público, en una corrida contra los bancos (como en los años 30 en Estados Unidos), no confía en los bancos, y por lo tanto quiere convertir sus depósitos en efectivo y mantenerse con el circulante. Es natural en este caso ofrecer la moneda exigida a través de un prestamista de última instancia que pueda imprimir sin costo.

En el caso de una corrida cambiaria, el público también va a los bancos a convertir sus depósitos en efectivo. Sin embargo, el público sólo quiere el efectivo para comprar dólares porque no tiene confianza en la moneda local. En esta situación, un prestamista de última instancia que ofrece más moneda local para defender los bancos sólo agregaría combustible al incendio. La única solución sería ofrecer más dólares a cambio de los pesos existentes, sin embargo esto puede estar más allá de la capacidad de las autoridades monetarias si no tienen las reservas en moneda extranjera requeridas.

En un sistema bi-monetario como el de Argentina, una corrida bancaria implicaría que el público quisiera deshacerse de los depósitos en pesos y en dólares, probablemente para convertirlos en dólares billete. En este caso, el límite de la corrida sería igual a la suma total del M2 más todos los depósitos en dólares: un reclamo potencial de aproximadamente U\$S53.000 millones, contra reservas en dólares de U\$S17.000 millones (la diferencia implica créditos bancarios relativamente ilíquidos en pesos y en dólares).

La Tabla 15 muestra el balance consolidado del sistema financiero a junio de 1994, según lo publicó el Banco Central.

Tabla 15	
Balance del Sistema Financiero Consolidado	
(Junio 1994)	
ACTIVOS	PASIVOS
Req de Reservas..... 5,3	Depósitos Gob.....9,3
Prest. al Gobierno..... 14,1	Pesos.....8,8
Pesos..... 7,4	Dólares.....0,5
Dólares.....6,7	
Prest. al Sector Privado.....48,3	Depósitos Priv.....35,7
Pesos.....23,5	Pesos.....16,8
-Descubierto (6,3)	Dólares.....18,9
-Otros (17,2)	
Dólares.....24,8	Otras Deud.Ext.....5,1
TOTAL.....67,7	Deuda con Bco.Cent...22,2
	Otros en Peso Net... -4,6

Fuente: Boletín Estadístico del BCRA, Agosto 1994, Tabla V.

Según la Tabla 15, los depósitos del sector privado suman 35.700 millones. En el caso de una corrida bancaria, hay pocos activos que podrían hacerse efectivos de inmediato, excepto los 6.300 millones de descubierto en pesos, más aproximadamente 1.400 millones de dólares que los bancos tienen depositados en el exterior como requisitos de reserva contra los depósitos en dólares. Suponemos que un caso así, el Gobierno no hará efectivos sus depósitos. Esto deja un reclamo posible del sector privado de 28.000 millones, a los cuales debemos agregar los 9.000 millones de pesos como moneda circulante en manos del sector privado: un reclamo posible total de 37.000 millones de dólares, contra lo que el Banco Central sólo tiene unos 17.000 millones en reservas en dólares. Por lo tanto, si el público sólo tomara dólares en efectivo, no habría salvación para el sistema (de hecho, ningún país en el mundo podría convertir instantáneamente todos sus pasivos financieros con el sector privado en moneda extranjera).

Consideremos una alternativa más optimista en la cual la corrida es contra la moneda local pero el público sigue aceptando depósitos bancarios en dólares. En este caso, el Banco Central debería convertir en dólares los 9.100 millones de circulante y los bancos deberían transferir a depósitos en dólares los 16.800 millones de depósitos en pesos. Como los bancos también pueden convertir rápidamente los descubiertos a descubiertos en dólares, esto los dejaría con una exposición neta extra en dólares de 10.500 millones.

Como todavía habría reservas adicionales en el Banco Central de aproximadamente 8.000 millones de dólares, podrían usarse para emitir algún tipo de garantía de convertibilidad para los restantes 10.500 millones de sobreexposición neta de los bancos.

En conclusión, el sistema podría soportar una dolarización completa si la confianza del público en los depósitos en dólares en los bancos comerciales sigue intacta. Sin embargo, si hay una corrida contra la totalidad de los pasivos del sistema financiero, no habría solución, pues la probable falta de dólares sería del orden de los 20.000 millones de dólares.

EL EFECTO TEQUILA

En Diciembre 19 de 1994, la devaluación sorpresiva del peso Mexicano generó un importante giro en las entradas de capitales hacia America Latina. Si bien las entradas de capitales ya habían reducido su ritmo a partir de la suba de tasas de interés americanas a comienzos de 1994, la crisis mexicana logró claramente revertir el signo de los movimientos privados de capitales, generando bruscas caídas en los mercados financieros del continente.

En el caso argentino, la fuga de capitales se vio incentivada mas allá del shock regional por una serie de factores, entre los que mencionaría:

1- La percepción en el mercado de que la moneda se hallaba sobrevaluada inicialmente y que por ende el gobierno recurría a la devaluación para enfrentar la salida de capitales.

2- La cercanía de las elecciones presidenciales añadieron un toque adicional al marco de incertidumbre reinante.

3- Desde mediados de 1994 se comenzo a notar una tendencia hacia el desequilibrio fiscal, dato peligroso en un año electoral y bajo un tipo de cambio fijo. Además, el gobierno enfrentó las malas noticias fiscales anunciando el abandono del Acuerdo de Facilidades Extendidas con el FMI.

El resultado de la desconfianza iniciada por la salida de capitales fue una corrida contra los depósitos bancarios, tanto en pesos como en dólares. A la percepción del mercado de una situación débil en lo cambiario y fiscal, se añadió el problema de iliquidez bancaria lo cual generó dudas sobre la solvencia del sistema.

Entre Diciembre 1994 y Marzo 1995, la demanda total de pesos (M2) se contrajo en 15.7% y los depósitos en dólares cayeron por 7%. La Base monetaria, respaldada 1 a 1 por las reservas internacionales, se contrajo en 5 billones de dólares.

La respuesta del gobierno al creciente grado de incertidumbre en los mercados fue agónicamente lenta, pero aparentemente efectiva. La posición oficial fue consistentemente que el problema era exclusivamente uno de iliquidez bancaria transitoria. El Banco Central usó su potestad de otorgar liquidez al sistema mediante el otorgamiento de redescuentos y pases contra BONEX (podía hacerlo hasta el limite legal del 20% de la reservas). Al agotarse el recurso de la emisión legal (que se hacía a expensas de las reservas) y continuar la pérdida de depósitos, el foco giró hacia herramientas fiscales, o sea hacia un financiamiento genuino y más permanente.

Se reabrió el Acuerdo de Facilidades Ampliadas con el FMI y se logró el apoyo de otras instituciones internacionales (IBRD y el BID) a traves de préstamos de ajuste estructural, en parte destinados a financiar la privatización de bancos provinciales estatales. Se lanzó un empréstito patriótico destinado a recaudar

2 billones de dólares en bancos del país y del exterior para ser usados en la constitución de un fondo de saneamiento de bancos con problemas de iliquidez. También se aprobó una Ley de Garantía de Depósitos, garantizando depósitos de hasta 30000 dolares en proporción inversa a su monto. El Banco Central no provee fondos para esta garantía y aun no está claro como ésta habrá de operar.

A las medidas de carácter financiero se añadió un paquete fiscal que transitoriamente incrementó los impuestos a la importación (tasa de estadística), suspendió la reducción en impuestos al trabajo que había sido implementada el año anterior y aumentó la tasa de IVA del 18% al 21%.

A un mes de las elecciones presidenciales del 19 de Mayo, la situación del mercado financiero parecía haberse estabilizado. La pérdida de depósitos era muy reducida a pesar de que todas las renovaciones habrían de vencer luego de las elecciones (la madurez mínima es de 30 días para un plazo fijo). Todo parece indicar que se llegará a las elecciones con un mercado financiero estable.

El costo de la iliquidez generada por el efecto tequila más el ajuste fiscal fue una rápida desaceleración en la actividad económica, particularmente a partir de Marzo de 1995. Esto generó preocupación en dos frentes. Primero, se espera que continúe o acelere al altísimo desempleo que ya se insinuaba en años anteriores. Además, se espera una caída en recaudación fiscal pari passu con el menor ritmo de actividad, lo cual deteriorará aún mas una situación fiscal por demás comprometida. Una noticia favorable fue que el deficit comercial mejoró sustancialmente durante el primer trimestre de 1995 (aparentemente llegando al equilibrio en marzo), un hecho consistente con la virtual desaparición de los fondos externos.

Las medidas fiscales de aumentar la presión impositiva y aranceles e impuestos al trabajo van claramente en contra de un ajuste estructural sostenible. Es de esperar que estas medidas transitorias sean rápidamente revertidas y el ajuste fiscal sea completado mediante una reducción del gasto público a un nivel fiscalmente sostenible. Si estas medidas distorcionantes prueban ser transitorias, el sistema de tipo Caja de Conversión establecido por la Ley de Convertibilidad habrá probado ser un sistema eficiente para manejar la economía, tanto en periodos de crecimiento como en las crisis.

Que la Convertibilidad es consistente con el crecimiento es obvio ya que el PBI creció a una tasa del orden del 7% durante los primeros cuatro años del esquema. Además, si el efecto tequila es definitivamente superado, tal como parece ser el caso (a fines de Abril de 1995), será la primera vez en nuestra historia reciente que una corrida bancaria y fuga de capitales no resulta en devaluación sino que ocurre simultáneamente con una tasa de inflación **negativa**, tal como fue el caso en Febrero de 1995.