

CENTRO DE
ESTUDIOS DE COYUNTURA
INSTITUTO DE DESARROLLO
ECONOMICO Y SOCIAL (I.D.E.S.)

Situación de Coyuntura 10

**Situación Actual y Perspectivas
de la Economía Argentina**

BUENOS AIRES
DICIEMBRE DE 1967

EL INSTITUTO DE DESARROLLO ECONOMICO Y SOCIAL

es una institución sin fines de lucro, destinada a promover el análisis y estudio objetivo del desarrollo en todos sus aspectos: económico, social, histórico y cultural. Especialistas en los temas mencionados, profesores, universitarios, profesionales y estudiantes del país, como así también técnicos de todo el mundo y, en especial, de América Latina, se han vinculado a nuestra institución, colaborando en actividades regulares tales como conferencias, debates, mesas redondas, e información especializada. Además, se publica trimestralmente la revista "Desarrollo Económico". En el seno del Instituto se han formado, asimismo, centros de investigación destinados al análisis de problemas específicos vinculados al desarrollo.

Esta publicación es el décimo informe elaborado por el Centro de Estudios de Coyuntura. Es coordinador del Centro el Dr. Aldo Ferrer, y componen su Consejo Científico las siguientes personas: Dr. Hernán Aldabe, Sr. Oscar Altimir, Dr. Mario Brodersohn, Ing. Osvaldo Fernández Balmaceda (en uso de licencia), Sr. Angel Fucaraccio, Ing. Jorge F. Haiek, Dr. Samuel Itzcovich, Sr. Juan Santiere, Sr. Juan Sourrouille, Sr. Miguel Teubal y Dr. Daniel Vila. Los señores Leonardo Anidjar, Guillermo Calvo, Arturo O'Connell y Horacio Santamarfa, actualmente en el exterior, también forman parte del Consejo Científico.

Buenos Aires, diciembre de 1967

CONTENIDO

PRIMERA PARTE

EVALUACION DE LA SITUACION DE COYUNTURA

	Pág.
I. PRINCIPALES TENDENCIAS DE LA ECONOMIA	11
1.1 Nivel de la actividad económica	11
1.2 Demanda global	12
1.3 Evolución de precios y salarios	13
1.4 Situación monetaria	14
1.5 Situación de Tesorería	15
1.6 Balance de pagos	16
II. PERSPECTIVAS PARA 1968	17
2.1 Factores de la estabilidad y el crecimiento	17
2.2 Política económica, estabilidad y crecimiento	19
2.3 Estimación del nivel de actividad y del empleo en 1968	22
2.4 Evolución esperada de precios y salarios	26
2.5 Situación probable de liquidez	27
2.6 Estimación del balance de pagos	28
2.7 Bases del cálculo de la situación fiscal para 1968	29

SEGUNDA PARTE

PRINCIPALES ACONTECIMIENTOS RECIENTES

	Pág.
PRODUCCION	39
1.1 Agricultura	39
1.2 Ganadería	41
1.3 Pesca	42
1.4 Combustibles y electricidad	42
1.5 Industria manufacturera	43
1.6 Construcciones	46
PRECIOS Y SALARIOS	47
2.1 Costo de vida	47
2.2 Precios mayoristas	48
2.3 Salarios	50
MONEDA Y CREDITO	50
3.1 Creación de medios de pago	50
3.2 Liquidez de particulares	51
3.3 Situación de los bancos comerciales	51
FINANZAS PUBLICAS	52
4.1 Movimiento de Tesorería	52
4.2 Financiamiento del déficit	53

V. SECTOR EXTERNO

	Pág.
5.1 Comercio exterior	53
5.2 Balance de pagos	54

ANEXO ESTADISTICO

- Cuadro No. 1 Ventas de ganado
- Cuadro No. 2 Producción de algunos rubros industriales
- Cuadro No. 3 Producción de petróleo, carbón y gas
- Cuadro No. 4 Índice del costo de vida
- Cuadro No. 5 Índice del costo de vida, (variaciones porcentuales)
- Cuadro No. 6 Índice del costo de vida (ajustado por estacionalidad)
- Cuadro No. 7 Índices precios mayoristas
- Cuadro No. 8 Índice de precios mayoristas (variaciones porcentuales relativas)
- Cuadro No. 9 Índice de salario de convenio de obreros industriales
- Cuadro No. 10 Fuentes y usos de fondos de los bancos comerciales
- Cuadro No. 11 Liquidez de particulares
- Cuadro No. 12 Factores de creación de medios de pagos
- Cuadro No. 13 Movimientos de fondos de la Tesorería
- Cuadro No. 14 Evolución trimestral del movimiento de Tesorería
- Cuadro No. 15 Financiamiento del déficit de Tesorería

NOMINA DE SIGNOS Y ABREVIATURAS

D. N. E. C. :	Dirección Nacional de Estadística y Censos
B. C. R. A. :	Banco Central de la República Argentina
J. N. G. :	Junta Nacional de Granos
S. A. G. :	Secretaría de Agricultura y Ganadería
\$ M. :	Miles de millones de pesos m/n.
u\$s. :	Dólares de los Estados Unidos
u\$s M. :	Millones de dólares de los Estados Unidos
m ² :	Metros cuadrados
m ³ :	Metros cúbicos

PRIMERA PARTE EVALUACION DE LA SITUACION DE COYUNTURA

I. PRINCIPALES TENDENCIAS DE LA ECONOMIA

1.1 Nivel de la actividad económica

Según nuestras estimaciones, en 1967 el producto bruto interno total creció en 2,7 % y el per capita en 1 %, con respecto a 1966. Este pequeño aumento reitera la situación deprimida que impera en la economía nacional en los últimos dos años. Recuérdese que en 1966 el producto bruto total cayó en 1 % con respecto a 1965.

El insatisfactorio comportamiento de la actividad económica en 1967 debe atribuirse fundamentalmente al sector manufacturero, cuyo producto representa el 60 % del valor agregado por los sectores productivos de bienes y que, durante 1967, apenas mantuvo el nivel de 1966 el cual a su vez, registraba una caída del 1,3 % con respecto a 1965. Dentro del sector manufacturero varias ramas registraron declinaciones importantes en 1967, fundamentalmente la industria mecánica productora de maquinarias y aparatos eléctricos y la industria textil, que redujeron su actividad en alrededor del 3 %. Estas caídas fueron compensadas por modestos aumentos en alimentos y bebidas y productos químicos y un aumento un poco más importante en materiales de construcción.

La producción rural experimentó un incremento apreciable en 1967 en virtud de las mejores cosechas de la campaña 1966/67 de cereales y oleaginosos y la mayor producción ganadera determinada por las elevadas existencias de ganado vacuno. El producto agropecuario creció en 8 %.

Las actividades extractivas crecieron en cerca del 9 % como consecuencia de un aumento de la producción de petróleo en 8,3 %. Carbón y gas también registraron incrementos apreciables.

La construcción aumentó en 8,7 % bajo el impacto de la construcción de viviendas, ya que las obras públicas y las construcciones industriales mantuvieron un nivel deprimido durante todo el año.

Los servicios acompañaron la evolución de los sectores productores de bienes,

Con excepción de electricidad, gas y agua, que crecieron en conjunto en 7,5 %, las otras ramas oscilaron en torno de los mismos niveles del año anterior. Los sectores de comercio servicios aumentaron en 2 %.

Las exportaciones mantuvieron el alto nivel de los últimos años alcanzando en 1967, según nuestras estimaciones, los u\$s 1.550 millones. Las exportaciones de manufacturas mantienen un rol insignificante dentro del total, como es tradicional en la estructura del comercio exterior argentino.

1.2 Demanda global

Las condiciones deprimidas imperantes en la economía en 1967 y el programa económico del gobierno adoptado en marzo último tendieron a deprimir el nivel de la demanda global. Esto se hizo sentir particularmente en el nivel de la producción industrial, fuertemente influenciada por el nivel de la demanda interna.

Conforme analizado en nuestros dos informes anteriores, la política fiscal del gobierno permitió un fuerte aumento de las recaudaciones impositivas y previsionales que restaron recursos importantes al sector privado. A su vez, como el gasto público corriente y de inversión sólo creció ligeramente con respecto a 1966, se produjo una disminución sustancial del déficit financiero de la Tesorería. El efecto de la reducción del déficit sobre la demanda excedente generada por el Gobierno determinó que la política fiscal operara en el apuntado sentido deprimido sobre la demanda global. En cambio, el efecto de la misma sobre la liquidez de la economía, a través de la contracción de la creación de dinero para el sector público, fué compensada en parte por el aumento de las reservas internacionales del Banco Central y la consecuente expansión de dinero de ese origen.

El consumo privado se mantuvo deprimido durante todo el año. Contribuyó a ello la permanencia de altos márgenes de desempleo, que pueden estimarse en torno del 8 % en los principales centros urbanos del país. Los salarios reales experimentaron una mejoría inmediatamente después del reajuste de los meses de abril y mayo, para declinar progresivamente como contrapartida del aumento del costo de vida. Factores psicológicos pueden haber deprimido el consumo privado

debido a las expectativas negativas que sobre consumidores ejerce la política salarial del gobierno, el bajo nivel de actividad económica y las perspectivas de un aumento continuado del costo de vida.

La debilidad del consumo privado ha sido particularmente sensible en indumentaria, conforme se refleja en la caída de la producción de textiles. En bienes de consumo durable también se registró una caída en la mayoría de los rubros. Las ventas de automóviles de pasajeros sólo crecieron en 2,5 % con respecto a 1966 que, a su vez, había registrado una caída ligera con respecto a 1965.

La inversión privada, salvo en construcciones, continuó deprimida, fundamentalmente en el sector manufacturero afectado por la preexistencia de altos márgenes de capacidad ociosa, el bajo nivel de actividad de 1967 y las inciertas perspectivas sobre el comportamiento futuro de la producción industrial. La inversión agropecuaria, a su vez, no registró de manera sensible la mejora de los ingresos reales del sector.

No existen cifras fehacientes sobre stocks, pero, en general, puede suponerse una declinación con respecto al fin del año anterior. Los stocks agrícolas se mantienen en niveles bajos y los de materias primas y productos terminados industriales habrían declinado como consecuencia de una política de saneamiento financiero de las empresas que se reflejó en una menor producción de ciertos rubros en relación a las ventas.

1.3 Evolución de precios y salarios

Según nuestras estimaciones, el índice del costo de vida registrará un aumento del 30 % entre diciembre de 1967 y de 1966. A su vez, los precios mayoristas aumentarán en 29 % y dentro de éstos los industriales en 27 %, los agropecuarios en 31 % y los de bienes importados en 32 %.

La evolución de los precios ha sido influida en buena medida por la política de estabilización adoptada a partir de marzo último. En nuestros dos informes anteriores se realizó un análisis detenido de las principales características y probables repercusiones de esa política. Vistos sus efectos en el curso del año,

puede suponerse que el reajuste sobre los precios industriales, provocados por la devaluación, los aumentos de salarios y los cambios de tarifas de servicios públicos, estuvo dentro de los límites esperados en nuestro informe de abril último. Lo mismo ocurrió con los precios de bienes importados. En cambio, los precios del ganado fueron afectados, a partir de agosto, por diversos factores que restringieron la oferta y provocaron un repentino aumento del precio de la hacienda, que luego tendió a declinar hacia el fin del año. Los precios agrícolas a su vez, experimentaron un comportamiento inestable. A partir de la mitad del año se registró un fuerte aumento de precio del trigo debido a la escasez de oferta para el mercado interno por el agotamiento de los stocks, restableciéndose posteriormente el nivel de precios merced a que fueron autorizadas moderadas importaciones del producto.

El índice del costo de vida ha sido influido por la evolución de los precios mayoristas con la ponderación que cada rubro de productos tiene en la composición de la canasta de consumo popular. De este modo el índice fue particularmente sensible en junio y julio al efecto de las heladas sobre la oferta y precios de ciertos vegetales y productos de granja y, a partir de agosto, al aumento de los precios de la carne. El precio del pan también registró hasta agosto el aumento del trigo manteniendo posteriormente el nivel máximo alcanzado entonces.

Los salarios reales experimentaron en mayo un aumento del 11 % con respecto al nivel promedio vigente en 1966. Posteriormente comenzaron a declinar. Según nuestras estimaciones, en diciembre de 1967 los salarios reales se encontrarían un 22 % por debajo del nivel de mayo último y un 7 % debajo del nivel de marzo anterior al reajuste de salarios. Pero el nivel promedio de 1967 se encuentra en niveles similares al de 1966.

1.4 Situación monetaria

Los medios de pagos de particulares (billetes y monedas y depósitos a la vista), aumentaron en 13 % entre octubre de 1967 y diciembre de 1966. En términos reales, esto es deflacionando ese aumento por el del índice del costo de vida, se registra un descenso del 8 %.

Las fuentes de creación de medios de pago experimentaron cambios sensibles en 1967. El sector externo, a través del fuerte aumento de las reservas internacionales especialmente en el período marzo-junio fueron el principal factor de expansión. En cambio, la radical mejora del autofinanciamiento de la Tesorería provocó una declinación sustancial de la creación de liquidez a través del sector público. A su vez, la expansión secundaria del sistema bancario para créditos a particulares fue moderada. El monto real de crédito al sector privado (aumento de créditos deflacionados por el aumento de precios) disminuyó en 6 %, en los 9 primeros meses del año.

El mercado de dinero recibió un fuerte impacto como consecuencia de la nueva política cambiaria adoptada en marzo. La fuerte devaluación del peso, concurrentemente con las perspectivas de una estabilización prolongada en la cotización del peso, indujo la repatriación de tenencias en moneda extranjera de titulares argentinos y la entrada de capitales de corto plazo. En total se estima que los ingresos de este origen ascendieron a u\$s 148 millones en el período abril-setiembre. Las altas tasas de interés imperantes en el mercado interno, en el marco de la política cambiaria adoptada, estimularon lógicamente la entrada señalada de recursos del exterior para su colocación en el mercado interno de dinero. Esto provocó en el período abril-mayo una baja de la tasa de interés en el mercado extrabancario, particularmente sensible en el mercado de aceptación de documentos de empresas de primera línea. Posteriormente, al extinguirse el efecto inicial de la nueva política económica, tendieron a recuperarse los niveles de tasa de intereses imperantes antes del cambio de política económica.

1.5 Situación de Tesorería

La situación de Tesorería mejoró radicalmente a partir del segundo trimestre de 1967. El principal factor fue el aumento de la recaudación tributaria que en el período abril-diciembre de 1967 superó, en términos reales, en 19 % la del mismo período del año anterior. Se registró también un fuerte aumento de las recaudaciones del sistema de previsión.

Las erogaciones de Tesorería para los primeros nueve meses, en términos reales, aumentaron en 6 % entre 1966 y 1967. En la estructura de las erogaciones se

advierte que los gastos en personal, siempre en términos reales, declinaron en 4 % y los aportes a empresas del Estado disminuyeron en 6 %.

Teniendo en cuenta el comportamiento de ingresos y egresos de la Tesorería se aprecia, una caída del déficit real del 42 %.

1.6 Balance de pagos

Según nuestras estimaciones el total de las exportaciones del año ascenderían a u\$s 1.550 millones y el de las importaciones a u\$s 1.100 millones, arrojando un superavit de u\$s 450 millones en relación a los u\$s 469 millones de 1966. Los servicios reales y financieros, a su vez, arrojarían un saldo negativo de u\$s 200 millones con lo cual el superavit del balance de pagos en cuenta corriente en el año ascendería a u\$s 250 millones contra u\$s 185 millones del año anterior. El balance de pagos en cuenta de capital, a su vez, cambia de signo con respecto al año anterior registrándose un ingreso neto de capital de u\$s 220 millones atribuibles en medida principal a las entradas de capital de corto plazo y al financiamiento obtenido para las importaciones de bienes de capital que compensa con exceso las amortizaciones de la deuda externa.

Como consecuencia de estos hechos y de las gestiones internacionales realizadas por las autoridades, la situación externa de la economía se modificó sustancialmente en el curso del año. Según las cifras firmes del Banco Central para los primeros meses del año, las reservas internacionales brutas del Banco Central aumentaron de u\$s 256 millones en diciembre de 1966 a u\$s 726,2 millones en septiembre de 1967. Este aumento se debe fundamentalmente al superavit del balance de pagos en cuenta corriente y a la entrada de capitales de corto plazo que originó compras de divisas del Banco Central vecinas a los u\$s 360 millones y la utilización de créditos de "stand-by" de bancos de Estados Unidos, Canadá, Europa y Japón por u\$s 195 millones. Teniendo en cuenta los créditos de "stand-by" del F.M.I. y la Tesorería de los Estados Unidos por u\$s 200 millones, pendientes de utilización, las disponibilidades potenciales del BANCO CENTRAL ascenderían a fines del tercer trimestre del año a u\$s 926 millones.

II. PERSPECTIVAS PARA 1968

2.1 Factores de la estabilidad y el crecimiento.

En una economía con pleno empleo, asignación eficiente de los recursos productivos y estabilidad del nivel general de precios, el crecimiento económico depende de la acumulación de capital, el aumento de la fuerza de trabajo y el incremento de la productividad del conjunto de la economía. Este último factor, atribuible en gran medida al progreso tecnológico, es definido en la literatura económica reciente como el "hidden factor" (factor oculto) que explica los incrementos de la producción por encima del aumento en el empleo de capital y trabajo.

En tales condiciones existe un alto grado de utilización de la capacidad interna de acumulación sin provocar desequilibrios en las transacciones internacionales y es posible esperar que el sistema de precios cumpla un rol significativo en la asignación eficiente de los factores productivos entre los distintos sectores de la actividad económica. El Gobierno, a través de los diversos instrumentos de la política económica, corrige los desajustes en el sistema de precios en la medida en que los objetivos privados no se correspondan con los sociales.

No es esta por cierto la situación actual de la economía argentina. Ella se caracteriza por un agudo desempleo de los factores productivos, una extraordinaria discrepancia entre la estructura de precios internos y los precios internacionales, y una inflación sostenida e intensa. De este modo, los factores del crecimiento económico y la estabilidad difieren sustancialmente de los de una economía con las características descritas en el primer párrafo y la política de desarrollo enfrenta consecuentemente, problemas mucho más complejos. En tales condiciones el Gobierno tiene que cumplir un rol muy activo en la eliminación de los desajustes del sistema económico.

En la situación argentina actual los factores determinantes del crecimiento y la estabilidad son los siguientes:

- a. El aumento de la demanda interna para lograr una mayor utilización de los factores productivos disponibles. Los bajos niveles de actividad registrados en 1966 y 1967 indican evidentemente un bajo nivel de demanda

efectiva en relación con la capacidad productiva del país. En este momento no existen restricciones del balance de pagos para la expansión de la demanda y del nivel de actividad. Debe tenerse siempre presente, sin embargo, que uno de los principales desajustes estructurales de la economía argentina es la insuficiencia de bienes exportables lo cual impide contar con las divisas necesarias para mantener plenamente ocupada la economía, sin caer en desequilibrios de las transacciones con el exterior. En consecuencia, en el mediano y largo plazo uno de los principales factores condicionantes del pleno empleo de los factores productivos del país es el aumento de las exportaciones.

b. La aplicación de una política de ingresos tendiente a contener la inflación de costos generadas en los salarios, los márgenes de ganancia industrial, el tipo de cambio, los precios agrícolas y los márgenes de ganancia del sistema de distribución comercial. El nivel de la actividad económica también influye en la inflación de costos porque la existencia de altos márgenes de capacidad ociosa eleva la incidencia de los costos fijos sobre los costos de producción y disminuye la eficiencia general del sistema económico.

c. La transformación de la estructura del gasto público con una elevación sustancial de la eficiencia de las empresas públicas, la restricción de los gastos corrientes en actividades de baja utilidad social y un fuerte aumento de la inversión pública reproductiva y de los servicios esenciales (salud, educación, tecnología). En la Argentina suele prestarse más atención al nivel del déficit fiscal que a la estructura del gasto siendo que, el primero, sólo gravita como factor inflacionario en condiciones de pleno empleo de la economía (que no son, por cierto, las condiciones actuales) y, el segundo, siempre influye como factor fundamental del crecimiento y, en última instancia, de la estabilidad.

d. La rectificación de los desajustes de la estructura interna de precios con respecto a los internacionales. Esto implica la adopción de una multiplicidad de medidas incluyendo la rebaja de los precios de los materiales industriales producidos internamente, la elevación de la oferta de insumos generalizados como energía y transportes, la rebaja del nivel de tarifas aplicadas a la importación, la eliminación de los acuerdos monopolísticos que afectan ciertos sectores de producción y distribución, la concentración de la producción de numerosas actividades industriales para lograr las economías de escala y de inversión,

el mayor empleo de la capacidad productiva disponible, etc.

e. Una agresiva política de exportaciones que aproveche las mejoras logradas en la competitividad internacional de la producción interna, particularmente en el campo manufacturero en donde están abiertas las principales vías expansivas del comercio mundial.

f. El incremento de la tasa de capitalización y el empleo de la mano de obra desocupada y de los nuevos contingentes que se incorporan a la fuerza de trabajo. El conjunto de medidas anteriores, junto a la mayor inversión y empleo, puede dar lugar a una gravitación sustantiva del "factor oculto" en el incremento de la producción. El mayor nivel de ocupación del sistema económico elevará a su vez, la capacidad de acumulación interna y, en la medida que exista una insuficiencia de divisas por la baja capacidad exportadora (que implica la imposibilidad de transformar parte del ahorro interno en las maquinarias y equipos necesarios), facilitará la incorporación de recursos externos. Esta entrada de capital extranjero puede naturalmente exceder la brecha de importaciones y aumentar el conjunto de recursos disponibles para invertir.

Definidos los factores reales que determinan la estabilidad y el crecimiento en una economía como la argentina en sus actuales circunstancias, corresponde preguntarse qué relación existe entre la política económica actual y tales factores.

2.2 Política económica, estabilidad y crecimiento

Conforme señalamos en informes anteriores, las medidas adoptadas a partir de marzo último influyen sólo parcialmente sobre los factores de la estabilidad y el crecimiento. Los aspectos principales en esta materia son los siguientes:

a. La política fiscal ha gravitado negativamente sobre la demanda global. La fuerte presión impositiva y la inmovilización de cuantiosos recursos

financieros en las cuentas oficiales en los bancos, han deprimido el gasto privado de consumo e inversión, sin generar una contraparte de expansión del gasto originado en el sector público. Esto ha gravitado fundamentalmente en la actividad industrial cuya producción está totalmente orientada al mercado interno.

- b. La política fiscal se ha concentrado en la eliminación del déficit financiero de la Tesorería y, en menor medida, en la transformación de la estructura del gasto público. Esto, por otra parte, es particularmente difícil en el cuadro de condiciones deprimidas que imperan en la economía y que impide el desplazamiento de personal sobrante en el sector gobierno a la actividad privada. Por el otro lado, el financiamiento del sector público tiende a complicarse por el bajo nivel de actividad económica interna que, al deprimir la capacidad contributiva de la población sólo puede aumentar, en una primera instancia, los recursos tributarios a costas del gasto privado y, en una segunda, sólo puede provocar una caída vertical de la recaudación por incapacidad de pago de la población. La experiencia de la crisis de 1962-63, durante la cual la recaudación en términos reales cayó en 50 % con respecto a 1961, es suficientemente ilustrativa a este respecto.
- c. La política de ingresos apoyada en la regulación de salarios, derechos de exportación, tipo de cambio y en los acuerdos sobre precios industriales, constituyen, en el país, un aporte original a la política anti-inflacionaria. Sus resultados son, sin embargo, inciertos por el progresivo aflojamiento de los derechos de exportación, la incidencia negativa de los altos márgenes de capacidad ociosa en la eficiencia de la economía y la ausencia de medidas sistemáticas para reducir los márgenes del sistema comercial (que constituye, sin duda, un problema complejo y de difícil solución).
- d. La rectificación de la estructura de precios internos difícilmente puede prosperar en condiciones depresivas de la economía que desalientan la inversión industrial y los reajustes indispensables para bajar los costos, tales como los programas de concentración (sin eliminación indiscriminada) de empresas, la mayor utilización de la capacidad instalada, el desmantelamiento de la obsoleta, etc. La rebaja del nivel de tarifas de importación, encomiable en sus objetivos, puede quedar desvirtuada por la depresión económica interna y, lejos de estimular la eficiencia industrial y la rebaja de costos, puede provocar, a medida que crezca el

nivel de precios internos, reducción significativa del nivel de protección efectiva a la industria, con su secuela de quiebras de empresas y desocupación. Por el otro lado, no se advierte una estrategia global de rebaja de los precios industriales relativos (para acercar la estructura de precios internos a los internacionales) que sólo puede basarse, como se ha dicho, en la expansión y en programas operativos concretos de diverso tipo, el control de acuerdos monopolícos, etc.

- e. La política de exportaciones no presenta avances visibles. La exportación de productos tradicionales está exógenamente determinada por los saldos exportables y los precios internacionales. En cuanto a la de manufacturas, se ha procurado apoyarla fundamentalmente en un tipo subvaluado de cambio con aplicación de derechos de exportación para las exportaciones tradicionales. Sin embargo, la ventaja inicial está siendo progresivamente eliminada por el aumento de costos internos y, por otra parte, la ausencia de factores reales de reducción de costos industriales impide elevar la capacidad competitiva de la industria nacional en el mercado externo. En el mismo sentido gravita la falta de impulso suficiente de los empresarios industriales para salir al mercado externo.
- f. La acumulación de capital interno está comprometida por la baja actividad económica y, consecuentemente, el reducido nivel de ahorro. En materia de ahorro externo se ha logrado ampliar las líneas de financiamiento para la inversión privada pero su utilización depende de la expansión de la inversión interna, particularmente, la industrial, que continúa sin perspectivas de recuperación. Sólo puede esperarse un aporte externo positivo en el financiamiento del componente importado de proyectos oficiales y en la colocación de títulos públicos en los mercados financieros externos para aumentar las disponibilidades del Tesoro. En cuanto a los grandes proyectos en el cuadro de inversiones privadas directas del exterior, no hay indicios de realizaciones sustanciales que, por otra parte, también están influidas por el comportamiento interno de la economía. En resumen, la inversión pública puede provocar un aumento significativo de la acumulación de capital en el corto plazo y, aún cuando han desaparecido transitoriamente las restricciones externas al proceso de acumulación, no podría esperarse una contribución sustantiva de origen exterior en el corto plazo.

2.3 Estimación del nivel de actividad y del empleo en 1968

Las principales incógnitas en cuanto al nivel de actividad y de empleo en 1968 se plantean en torno del comportamiento del sector público, los salarios reales y la política monetaria.

a. En lo referente al sector público las autoridades enfrentan varias alternativas y no está claro cuál será el rumbo definitivo de la política económica en la materia. El gobierno se propone alcanzar una meta de inversión pública de \$ 300 M. el año próximo, contra los \$ 210 M. de este año. En el punto 2.7 efectuamos un análisis de nuestras estimaciones en cuanto al comportamiento probable del sector público en 1968. En resumen, creemos que la recaudación total de la Tesorería no excederá los \$ 544 M. y, que los gastos corrientes se elevarían a \$ 501 M. A su vez, la inversión pública a cargo de la Tesorería ascendería a \$ 220 M. (las empresas del Estado financiarían \$ 80 M. con recursos propios), lo que exigiría movilizar recursos adicionales por \$ 177 M. Suponiendo que se obtengan y desembolsen préstamos del exterior por u\$s 150 millones (\$ 53 M.), en forma de créditos para compra de equipos para proyectos públicos y de colocación de títulos argentinos en el exterior y operaciones financieras similares, el déficit de Tesorería ascendería a \$ 124 M. Este déficit aumentaría en caso de no desembolsarse el total de créditos externos señalados.

Por el otro lado, las informaciones periódicas de que se dispone a la época de redacción de este informe, indican que el Gobierno procura no aumentar el déficit de Tesorería por encima del de 1967, que ascendería a \$ 96 M. En el marco de nuestras estimaciones sobre ingresos fiscales y gastos corrientes, existe, pues, una contradicción entre las metas oficiales de inversión pública y de déficit. Desde este punto de vista las alternativas serían: i) limitar el déficit a \$ 96 M. y reducir la inversión programada a cargo de la Tesorería de \$ 220 M. a \$ 192 M.; ii) mantener la inversión y el déficit programados aumentando la recaudación tributaria; y, iii) mantener la meta de inversión programada sin aumentar la recaudación tributaria y elevando el déficit al monto estimado de \$ 124 M.

b. Conforme se analiza en otras partes de este informe, los salarios reales han venido declinando desde el reajuste de abril-mayo último. Las alternativas de política económica en este punto son mantener la congelación

de salarios nominales provocando una declinación progresiva del salario real o ir reajustando los salarios nominales a medida que suban los precios para sostener las remuneraciones reales.

c. A su vez, la política monetaria se enfrenta con dos alternativas: aumentar la liquidez del sistema económico a través del crédito al gobierno y de una cierta expansión del crédito al sector privado para promover la recuperación del sector, o restringir la oferta monetaria.

El nivel de actividad económica en 1968 dependerá fundamentalmente de las decisiones de política económica en las alternativas planteadas en el sector público, la política de salarios y la política monetaria. En cuanto a las exportaciones no se prevén cambios sustantivos con respecto a 1967 con lo cual no habrá variaciones en el rol de la misma dentro de la demanda global. Sin embargo, las recientes dificultades en el comercio de carnes refrigeradas podrían disminuir el monto total de exportaciones que estimamos para el año próximo (ver 2.6). De todas maneras, en las estimaciones del nivel actividad suponemos invariable el rol de las exportaciones.

En virtud de las consideraciones anteriores, se realizan dos pronósticos alternativos en cuanto al nivel de actividad y empleo en 1968. En la primera alternativa se supone una respuesta expansiva de las autoridades económicas sin abandonar la política de ingresos tendiente a establecer una tregua en la distribución del ingreso y a frenar la inflación de costos. La segunda alternativa supone una política fiscal y monetaria restrictiva y una caída del salario real como consecuencia de los aumentos previstos en el costo de vida y la congelación de los salarios nominales.

En el cuadro siguiente se cuantifican ambas hipótesis. La diferencia entre ambas se registra en la industria manufacturera, los servicios y la construcción. Los dos primeros sectores están decisivamente condicionados por el gasto privado de consumo e inversión que, a su vez, depende del nivel de salarios reales, la política monetaria y el gasto público como factores condicionantes de la demanda global. En la variante expansiva, hipótesis I, el producto bruto de la industria manufacturera crece en 7 % y en la recesiva, hipótesis II, se mantiene estancado a los bajos niveles de 1966 y 1967. Los servicios reflejan, en ambas hipótesis, el distinto comportamiento del sector industrial y del conjunto de la economía.

En la hipótesis I, el crecimiento de la producción industrial sería particular-

(valores en \$ de 1960)

Sectores económicos	Hipótesis I				Hipótesis II			
	1966	1967/66	1967	1968/67	1968	1968/67	1968	1968/67
	\$ 000 M	%	\$ 000 M	%	\$ 000 M	%	\$ 000 M	%
Producto bruto interno	1.043	2.7	1.071	5.6	1.131	1.6	1.088	1.088
Agropecuaria	171	8	185	5	194	5	194	194
Actividades extractivas	16	9	17	7	18	7	18	18
Industria manufacturera	364	0	364	7	390	0	364	364
Construcción	36	9	40	13	45	5	42	42
Servicios	456	2	465	4	484	1	470	470

Fuente: BCRA para 1966 y estimaciones propias el resto.

mente sensible en la industria productora de bienes de capital alentada por las mayores inversiones del gobierno y la recuperación de la inversión privada en el mismo sector industrial. En general debería esperarse un comportamiento más dinámico en las ramas productoras de maquinarias y aparatos eléctricos, vehículos, materiales de construcción y productos químicos. Puede esperarse también una ligera recuperación de la industria textil bajo el estímulo de un mayor consumo privado y en alimentos y bebidas no cabría suponer mayores variantes sobre 1967. En la hipótesis II, el comportamiento de las diversas ramas de la producción industrial sería bastante similar al de 1967, con una nueva declinación en las mismas ramas que cumplirían un rol dinámico en la hipótesis I.

En cuanto a las construcciones, en las cuales las correspondientes al sector público representan el 20 % del total, se supone, en la hipótesis I, un aumento real del 20 % y en la hipótesis II un estancamiento al nivel de 1967. El cuadro general de la economía influye, además, sobre la construcción privada. Por eso se supone en la hipótesis I un crecimiento de la misma del 7 % y en la segunda en sólo 5 %. De este modo, en la hipótesis I el conjunto del sector construcciones crece en 13 % entre 1967 y 1968 y en 5 % en la hipótesis II.

En ambas hipótesis el sector agropecuario y las actividades extractivas, cuyo nivel está determinado por factores exógenos y distintos al nivel de la demanda global, registran la misma tasa de crecimiento. La estimación se basa en los pronósticos disponibles sobre la campaña agrícola 1967/68, la producción ganadera del año próximo y la probable producción de petróleo, combustibles y minerales.

Las diferentes hipótesis de crecimiento de la actividad económica repercutirán sobre el nivel de empleo. En la hipótesis I podría esperarse una ligera declinación de la desocupación y en la II un aumento de la actual tasa de desempleo del 8 % al 9 %. El estancamiento del producto industrial en la hipótesis II implicaría de hecho una declinación del empleo en la industria manufacturera. Recuérdese en esta materia, que la desocupación actual asciende a cerca de 700 mil personas.

Acerca de cual de las dos hipótesis se acercará más a la realidad del año 1968, nos inclinamos a suponer, en el contexto del fuerte énfasis de las autoridades económicas en la estabilización, que se acercará más a la hipótesis II, esto es el mantenimiento de las condiciones depresivas actualmente imperantes en la economía nacional. Creemos que esta variante no ofrece, en el corto plazo, mayores perspectivas de estabilizar del nivel de precios que la hipótesis I y que sus resultados en el mediano y largo plazo serían francamente contraproducentes para la estabilidad y el crecimiento.

2.4 Evolución esperada de precios y salarios

Estimamos que el impacto del reajuste de salarios, la devaluación y los últimos aumentos de tarifas de servicios públicos, sobre los precios industriales, ha agotado su impacto en el período octubre-noviembre de este año. En efecto, la marcha de los precios mayoristas industriales y de los precios importados revela una tendencia a la estabilización hacia ese período. El aumento del índice de precios mayoristas en los últimos meses está determinado por el de alimentos frescos, fuertemente influidos, a su vez, por los precios de la carne y de varios productos perecederos.

La evolución futura de los precios mayoristas dependerá del comportamiento de los diversos componentes de los costos: salarios, precios de materiales importados, precios agropecuarios, tarifas de servicios públicos y márgenes de ganancia. La marcha de cada uno de los componentes influye el comportamiento de los otros y, en consecuencia, del nivel general de precios. No puede pensarse, por ejemplo, en una congelación prolongada de salarios si se continúan rebajando los derechos de exportación y aumentan sensiblemente las tarifas de servicios públicos. Las presiones sobre la política de ingresos aplicada por el gobierno tiene su origen en diversos frentes: el sector agropecuario que pretende la eliminación total de los derechos de exportación, las empresas públicas que presionan por un aumento sensible de tarifas y los obreros que procuran recuperar los niveles de salarios reales de principios de año. Si las presiones se generalizan parece improbable lograr la contención de precios industriales acordada con el Gobierno con varios sectores empresarios.

Sobre la base del supuesto de aumentos moderados de salarios por encima de la proyectada reducción de seis puntos de las contribuciones jubilatorias, reajustes menores en las tarifas de servicios públicos y los precios de los combustibles y el mantenimiento de los derechos de exportación vigentes al fin del corriente año, estimamos que el aumento del índice del costo de vida entre diciembre de 1967 y diciembre de 1968 será aproximadamente de 13 % lo cual implicaría un aumento para el promedio de ambos años de alrededor del 22 %.

En el moderado aumento del costo de vida estimado tendrá importancia el comportamiento de los precios de la carne que, en virtud del alto volumen de faena esperado y las probables restricciones a la colocación en mercados externos, debería subir poco y actuar como factor de desaceleración del costo de vida.

En el marco de estas estimaciones puede estimarse que si en el futuro inmediato se traslada a los salarios la proyectada reducción en los aportes jubilatorios, los salarios reales en marzo mantendrán los niveles actuales. Para absorber los incrementos futuros de precios serían necesarios nuevos y moderados aumentos de salarios nominales en la primera mitad del año. De todos modos, conviene aclarar que desde el punto de vista del nivel de vida popular y de los ingresos personales, tanta o más importancia que los salarios reales tiene el nivel de empleo. En este sentido la variable estratégica será el nivel de la actividad económica. Si se logra una reactivación de la actividad en el primer semestre, digamos dentro del marco de referencia de nuestra hipótesis I (ver punto 2.3), el Gobierno estaría en una posición más firme para mantener su política de ingresos. Caso contrario, probablemente vuelva a agudizarse la inflación en condiciones de mayor desempleo.

2.5 Situación probable de liquidez

La principal diferencia de la situación monetaria del año próximo con la de 1967 radica en el distinto papel que jugará el sector externo como factor de creación de medios de pago. En efecto, durante los nueve primeros meses del corriente año, las compras de divisas del Banco Central por el superavit del balance comercial y las entradas de capital de corto plazo, representaron cerca del 50 % del total de creación neta de medios de pago.

El año próximo estimamos que el sector externo jugará un rol neutro y que prácticamente no generará creación de medios de pago. Esto se debe al equilibrio estimado del balance de pagos en cuenta corriente y a la suspensión de la entrada de capital de corto plazo. En consecuencia, la totalidad de la creación de dinero dependerá del crédito al gobierno y a los particulares. Si el Gobierno sigue una política monetaria de restricción de ambos tipos de crédito puede plantearse una sensible reducción de la liquidez del sistema económico el año próximo. Esta política monetaria se corresponde con nuestra hipótesis I en cuanto a la actividad económica de 1968 (ver punto 2.3). La alternativa es un mayor crédito al sector público para enfrentar un déficit algo

superior que el previsto por las autoridades y, sobre todo, el aumento de la capacidad prestable de los bancos comerciales. Con una baja expansión previsible de la base monetaria esto sólo podría ocurrir a través de una rebaja de los efectivos mínimos o la ampliación del redescuento del Banco Central. Esta política monetaria se corresponde con la hipótesis II (ver punto 2.3) y sería indispensable para reactivar al sector privado y procurar una baja de la tasa de interés en los mercados bancarios y extrabancarios.

Estimamos que una buena orientación de la expansión monetaria, fundamentalmente al financiamiento de inversiones, generaría un aumento de la producción sin mayor presión sobre el nivel de precios dado el bajo nivel actual de demanda efectiva.

2.6 Estimación del balance de pagos

Según nuestras estimaciones las exportaciones en 1968 ascenderían a u\$s 1.600 millones. Es decir que se mantendría aproximadamente el nivel de 1967. El aumento esperado en las exportaciones de cereales (por los buenos saldos exportables de trigo y maíz), y frutas sería compensado por la declinación prevista en lanas. En carnes estimamos un nivel similar al de 1967 aún cuando las recientes dificultades en las colocaciones en el mercado británico podrían provocar una declinación de las exportaciones. En precios internacionales no se producirían cambios apreciables salvo un probable aumento en frutas frescas y una declinación en lanas.

El nivel de las importaciones dependerá de la actividad económica interna. En el caso de un bajo nivel de actividad (hipótesis I) las importaciones probablemente no superen los u\$s 1.050 millones y en la hipótesis II probablemente alcancen a u\$s 1.250 millones. En el primer caso las importaciones de bienes de capital serían de u\$s 200 millones y en el segundo de u\$s 330 divididos aproximadamente en partes iguales entre el gobierno y la actividad privada:

El movimiento de capitales arroja un saldo negativo como consecuencia de amortizaciones de deudas que ascenderían a alrededor de u\$s 400 millones, que serían parcialmente compensadas por créditos de equipamiento y colocaciones de

papeles públicos en el exterior por u\$s 150 millones y de créditos por u\$s 100 para el sector privado.

El movimiento de reservas está influido por las dos estimaciones de importaciones. En la de mínima habría un aumento de reservas de u\$s 180 millones y en la de máxima una caída de u\$s 70 millones.

Estimación del balance de pagos en 1968

en millones de u\$s

	1967	1968
1. Exportaciones	1.550	1.600
2. Importaciones	-1.100	-1.050/1.250
3. Servicios reales y financieros (neto)	- 200	- 200
4. Balance de pagos en cuenta corriente (1 + 2 + 3)	250	330/130
5. Movimiento de capitales (neto)	220	-150/-100
6. Variación de reservas (4 + 5)	- 470	-180/-30
a/ Aumentos (-); disminuciones ()		

2.7 Bases del cálculo de la situación fiscal para 1968

i) Recursos

El análisis de la recaudación probable correspondiente al año venidero, lo hemos realizado en base a las cifras que la Secretaría de Hacienda

estima para el total del año corriente, el incremento que se puede atribuir al aumento monetario de la base imponible sobre la cual se calculan los impuestos y a la incidencia que las numerosas medidas de orden impositivo dictadas durante el último año pueden tener sobre los ingresos fiscales.

Las fuentes oficiales estiman una recaudación total de \$ 510 M. para el año 1967. Esta cifra resulta de considerar lo efectivamente percibido hasta septiembre y, parcialmente, octubre; a lo que se agrega una proyección del ingreso correspondiente al resto del período anual. Se adopta la estimación oficial de \$ 510 M. como una meta alcanzable, debiendo aclararse que ese monto corresponde a los ingresos tributarios y no tributarios de la Tesorería General de la Nación, después de realizadas las deducciones en concepto de coparticipación impositiva, que fluyen a las provincias y la Municipalidad de Buenos Aires.

El crecimiento de la base imponible provoca un aumento automático de los impuestos entre dos años consecutivos. Para determinar cuál sería el efecto de este factor en 1968, se hizo un análisis de los impuestos que recauda la Dirección General Impositiva, desde el punto de vista del retardo entre el hecho imponible y la percepción misma del impuesto. Se verificó en forma global, que un 70 % aproximadamente de los impuestos, entre los cuales los principales son Ventas, Internos Unificados, Sellos, el gravamen a los Combustibles y Réditos pagados por contribuyentes de cuarta categoría vía retención, están estrechamente ligados al ingreso monetario del año corriente. En cambio, el 30 % restante, que en lo fundamental corresponde a Réditos de Contribuyentes Individuales y Empresas Personales, Réditos de Sociedades de Capital y la parte proporcional del Impuesto de Emergencia, se hallan ligados al ingreso del año anterior.

De acuerdo a la metodología enunciada, se estimaron las variaciones del producto y de los precios correspondientes al año de la proyección (1968) y al precedente, puesto que ambas variables determinan la evolución de la base imponible. Al aplicar dichas variaciones a los dos grupos de impuestos, según fuese el desfase de su percepción en el tiempo, se llegó a la conclusión que el conjunto de impuestos ingresados a Rentas Generales por recaudación de la Dirección General Impositiva (vale decir, excluyendo los derechos que gravan el comercio exterior) crecería en \$ 66 M. a igualdad de estructura tributaria (véase rubro G en el cuadro siguiente).

Proyección de las recaudaciones para 1968

(\$ M)

	1967 (a)	Variaciones	1968
Réditos	91,8	-15 (a)	77
Ventas	73.0	+ 7 (b)	80
Revaluación de activos	0.1	+ 9 (c)	9
Patrimonio inmobiliario	29.0	-29 (d)	-
Derecho a la importación	79.0	+ 8 (e)	87
Derecho a la exportación	72.0	-30 (f)	42
Otros	114.3	-	114
Total Ingresos tributarios	459.2		
Ingresos no tributarios	51.3	-	51
Incremento vegetativo (por aumento de la actividad y los precios)	-	+66 (g)	66
Totales	510.5	+16	526

(a) Ley 17.485

Finalmente, se realizó un somero análisis de los efectos que las medidas impositivas provocarían sobre los principales impuestos, según las referencias anotadas en el cuadro respectivo.

- a) Se estima que la influencia de las desgravaciones impositivas en el impuesto a los réditos, especialmente las que premian la inversión, han de ser muy importantes. Aunque la incidencia total de esas desgravaciones recién se operará en 1969 y 1970, ya en 1968 podría mermar en alrededor de \$ 15 M. la parte del Impuesto a los Réditos que ingresa a Tesorería. La proporción más alta corresponde a las desgravaciones de equipos industriales, pero posteriormente se sumaron los beneficios destinados a otras actividades (construcción de viviendas, minería, pesca, etc.) que afectarán en forma muy aguda a la recaudación.
- b) El gobierno dispuso el desplazamiento del cobro correspondiente al anticipo de diciembre 1967 del Impuesto a las Ventas (hasta el 25 de enero), de la primera cuota del impuesto al revaldo de activos y de la tercera y cuarta cuota de la moratoria previsional. En lo que respecta al Impuesto a las Ventas, la superposición de dicho anticipo, estimado oficialmente en \$ 11.9 M., con los anticipos mensuales del año 1968, provocarían un aumento en Rentas Generales de cerca de \$ 7 M.
- c) La primera cuota del Impuesto al Revaldo de Activos vence en principio, en noviembre de 1967. De acuerdo a la postergación mencionada en el punto anterior, durante 1968 se acumulará el cobro de la primera (40 %) y la segunda (30 %) cuota; además, para el primer cobro se presentan habitualmente numerosos contribuyentes que hacen efectivo el total del impuesto beneficiándose con una quita. Podría argumentarse que el gobierno deberá también posponer el cobro de la segunda cuota, hasta ahora ubicada a fin de 1968, pero este temperamento sólo se justificaría en el caso de que la Tesorería se hallase a esa fecha con finanzas muy holgadas, por lo que juzgamos razonable descartar esa posibilidad e imputar ambas cuotas al año próximo. La mecánica de este impuesto, induce una merma de los impuestos a los réditos, emergencia y sustitutivo a la transmisión gratuita de bienes; pero ésta es más que compensada por el ingreso de las dos cuotas del gravamen, estimándose que el efecto neto positivo sobre Rentas Generales será de cerca de \$ 9 M. Debe enfatizarse que la merma señalada se computó en este rubro y no en cada uno de los impuestos afectados.
- d) El impuesto que gravó por una sola vez al Patrimonio Inmobiliario se hizo efectivo en el año corriente y para 1968 sólo pueden preverse recaudaciones muy reducidas de contribuyentes morosos.

- e) Se estima un aumento de \$ 8 M. en concepto de Derechos de Importación. Las hipótesis subyacentes son varias y se adoptan como método de trabajo, aún reconociendo que cada una de ellas requeriría un análisis particular: no se operarían devaluaciones durante el año, no cambiaría el nivel ni la estructura de los recargos, aumentaría el monto en dólares de las importaciones, que en el presente año estuvieron comprimidas en el rubro de bienes intermedios.
- f) También en los Derechos de Exportación se elaboraron supuestos, en base a los cuales se estima en \$ 30 M. la baja de la recaudación. Así, se calcula que el promedio anterior de estos derechos (oscilante entre 16 % y 25 %) ha descendido a alrededor de 2/3 de su nivel anterior (el de abril 1967); se supone una reducción en el primer trimestre similar a la practicada en octubre-noviembre 1967, y se mantiene invariado el quantum y el valor de las exportaciones.

Puede apreciarse en el cuadro, que el efecto conjunto de las variaciones analizadas, elevaría las recaudaciones de 1968 en \$ 16 M. respecto a las de 1967, llevándolas a un monto de \$ 526 M.

La estimación sobre ingresos fiscales parte de la base de la estabilización de los derechos de exportación en los niveles aproximados de noviembre de 1967; si las autoridades económicas concedieran nuevas reducciones de sus tasas o llegaran a eliminar totalmente los derechos, un importe equivalente al de la recaudación perdida por ese motivo deberá ser cubierto por algún recurso de tipo extraordinario, como podría ser el aumento del impuesto a los combustibles líquidos en la forma insinuada recientemente. Aunque el sistema de distribución de este impuesto no provoca un aumento sensible de los recursos de rentas generales, en cambio refuerza sustancialmente la financiación de obras de vialidad y energía, con lo que disminuye la recurrencia a la Tesorería para financiar los proyectos de infraestructura.

ii) Erogaciones

Se ha estimado que la inversión pública total llegará en 1967, a una cifra aproximada a los \$ 210 M. De cualquier manera, esta meta requeriría una aceleración creciente de los gastos de capital en el último trimestre

Proyección de los recursos y gastos presupuestarios para 1968

(\$ M)

	1966	1967	1968
	(1)	(2)	(3)
a. Erogaciones corrientes	411.1	477.8	501
b. Gastos de capital	84.0	160.9	220
c. Total presupuestado	495.1	638.5	721
d. Economías presupuestadas	15.0	18.0	18
e. Erogaciones netas	480.1	620.5	703
f. Recursos tributarios y no tributarios	298.9	510.5	526
g. Producido del uso del créditos	39.8	14.0	14
h. Recursos (incluido crédito)	338.7	524.5	540
i. Déficit (recursos corrientes-gastos totales)	181.2	110.0	177
j. Déficit (recursos incluido crédito - gastos totales)	141.4	96.0	163

(1) Cifras definitivas

(2) Ley 17485 de noviembre 1967 (esta ley reajusta el presupuesto presentado en enero 1967).

(3) Estimación propia.

del año. Dicho monto, que incluye la formación de capital a cargo del gobierno central y de sus empresas, no debería descender, a nuestro criterio, de \$ 300 M. en 1968, lo que implicaría un aumento de 43 % en valores monetarios (el aumento real estará determinado por la evolución de los precios y sería, según nuestra hipótesis, del 20 %). Una vez descontada la autofinanciación de las empresas del estado, para lo cual es fundamental el sostenimiento de sus tarifas en niveles razonablemente elevados, los gastos de capital a afrontar por el gobierno nacional los estimamos en no menos de \$ 220 M.

Se estimó que las erogaciones corrientes aumentarían en alrededor de 5 %, colocándose a un nivel de \$ 501 M. Este incremento se basa en un pequeño reajuste de las remuneraciones de los empleados públicos, coincidente con medidas similares predecibles en el sector privado, aumentos vegetativos en otros gastos de bienes y servicios corrientes y disminución razonable de los déficit de explotación consolidados de las empresas. Aún cuando las disposiciones sobre racionalización tomen cuerpo en 1968, los efectos financieros de las mismas no se harán sentir en ese mismo año, en tanto y cuanto las sumas que se dejen de abonar a personal activo deberán desembolsarse en concepto de indemnizaciones.

El concepto de "economías", tradicionalmente incorporado a los presupuestos anuales, se mantuvo en la suma registrada para 1967. De la misma forma, se trató el "producido del uso del crédito" que proviene de los canales ordinarios de financiación.

Es evidente que el déficit resultante de nuestras estimaciones llega a \$ 177 M. si no se computa el producido del crédito, y supera largamente la cifra de \$ 110 M. esperada por el gobierno para el año que transcurre.

SEGUNDA PARTE
PRINCIPALES ACONTECIMIENTOS RECIENTES

I. PRODUCCION

1.1 Agricultura

Con posterioridad a la impresión del último informe fueron dadas a conocer las estimaciones finales correspondientes a la campaña 1966/67 de diversos productos. La producción de arroz fue fijada en 217.000 tn., 30 % más que en la campaña anterior, con un rendimiento muy similar por hectárea cosechada. Pero si consideramos los resultados relacionándolos con la campaña 1964/65 se observa una caída en la producción de casi un 20 % y en el rendimiento de más del 10 %. Las cifras definitivas para el maíz no afectan las conclusiones del informe anterior: superficie sembrada 4,2 millones de hectáreas, 3,5 millones de hectáreas cosechadas y una producción de 8,5 millones de toneladas. La producción de girasol fue finalmente estimada en 1,1 millones de toneladas, lo que significa un aumento del 43 % respecto a la campaña anterior y un incremento en el rendimiento por hectárea cosechada de casi un 20 % respecto a las del período anterior; lo excepcional de la cosecha puede comprobarse si la relacionamos con el promedio del período 1953/62, vemos así que la producción aumentó casi un 100 % y el rendimiento por hectárea cosechada cerca de un 40 %. La producción de maní fue estimada en 354.000 tn. y la de tabaco en 60.000 tn., la mayor producción registrada en el país hasta la fecha, 34 % mayor que la de la campaña anterior, debiéndose destacar que la provincia de Corrientes aumentó su producción casi un 130 %.

El B.C.R.A. informó que, para los 9 meses de 1967, el producto bruto interno de la actividad agraria se había acrecentado en 12 % respecto a idéntico período del año anterior.

Las perspectivas para la nueva campaña son en general buenas, no obstante debe hacerse notar que las excesivas lluvias e inclusive el granizo, afectaron principalmente las tareas de siembra en la zona que comprende Santa Fe, este de Entre Ríos y norte de Buenos Aires. Los informes oficiales asignan a estas perturbaciones reducida significación en el panorama del país, de ahí su optimismo inicial.

La superficie sembrada de trigo ha sido estimada en 6,7 millones de has., es decir 6 % más que en la campaña anterior, si bien las lluvias han afectado la zona mencionada, beneficiaron la mayor parte de la región triguera. Las primeras estimaciones destacan los niveles que ha de alcanzar la cosecha, que ya se ha iniciado, en el norte de Santa Fe y Chaco, esperándose que se llegará a volúmenes sin precedentes. El ministro de Agricultura ha estimado que la producción de esta campaña será de 7,5 millones de tn.

Las estimaciones de siembra para la avena, cebada y centeno muestran un nivel similar al de la campaña anterior; sólo cabe esperar un aumento en los rendimientos, ya que los del año anterior habían descendido respecto al período 1964/65 en más de un 20 % y mucho más aún habían disminuido los rindes respecto a la superficie sembrada.

La superficie sembrada de maíz ha sido estimada en 4,5 millones de has., las condiciones climáticas han retrasado las labores de siembra, pero nada hace pensar que puedan perderse las perspectivas de un interesante aumento de la producción para la presente campaña. La cifra estimada de siembra es un 9 % mayor que la del período 1966/67 y más del 15 % superior a la del año agrícola 1965/66. Supera además al promedio del último quinquenio en un 20 % y en un 32 % al último decenio.

Los inconvenientes climáticos mencionados al comienzo incidieron notablemente en los cultivos del lino, debe recordarse que Entre Ríos -provincia afectada- aporta alrededor de un 30 % de la superficie sembrada. La segunda estimación fija una extensión de 760 mil has., es decir un 18 % menos que el período anterior y un 40 % por debajo del promedio del último quinquenio.

La siembra del girasol se ha visto favorecida con las precipitaciones aunque demoraron en algunas zonas las tareas de roturación y siembra. El área sembrada ha sido estimada en 1,4 millones de has., lo que significa un 5 % más que en el período anterior y un 28 % de incremento respecto al promedio del último quinquenio.

La superficie sembrada con sorgo granífero en la presente campaña presenta niveles no superados en anteriores períodos. La extensión de 1,7 millones de has. representa un aumento del 16 % respecto a la campaña anterior y 33 % respecto al promedio del último quinquenio. Hay perspectivas de que Chaco aporte un considerable aumento en relación al período anterior.

En lo que respecta a otros cultivos industriales, si bien no hay aún estimaciones oficiales, cabe adelantar una posible disminución en la siembra de algodón y un incremento en el área dedicada al tabaco.

En lo que respecta a las variedades hortícolas, cabe destacar el aumento del 44 % en la siembra de papa temprana, respecto al período anterior y del 86 % respecto a la campaña 1965/66. La cosecha de esta variedad, que se está realizando en el norte del país, muestra ya buenos resultados en lo que respecta a rendimiento y calidad. El tipo semitemprana, el segundo en importancia luego de la semitardía, muestra un estancamiento en su área sembrada, medida en su relación con la campaña anterior.

Los frutales de verano ofrecen en general buenas perspectivas de cosecha.

1.2 Ganadería

El P.B.I. aportado por el sector, según estimaciones del B.C.R.A., en los primeros nueve meses de 1967 ha sido un 4 % superior a igual período de 1966. Dicho crecimiento ha sido explicado por la mayor producción de vacunos (aumento de existencias) y por el aumento de la zafra lanera apreciado en un 6 %. El mismo informe del B.C.R.A. atribuye la disminución de las ventas de vacunos, en el mercado de Liniers, observada en el tercer trimestre del año, al desmejoramiento de los campos de pastoreo. No obstante, dado el alto nivel mostrado por las ventas del primer semestre, el incremento para los primeros nueve meses de 1967 respecto a 1966, es de 10 %. El deterioro de los precios pagados en Liniers durante el primer semestre del año fué compensado con exceso por las alzas producidas durante el tercer trimestre. El aumento, para el período junio/67-diciembre/66 fué del 2 % y el del trimestre setiembre 67/junio/67 fué del 24 %. Los bajos precios registrados hasta el mes de julio justificaron una retención de ventas y por consecuencia un alza de precios que repercutió en el mercado mayorista con un incremento en el tercer trimestre del 20 % en el mercado mayorista y del 10 % en el minorista.

La faena total para el año 1967 se estimaba en 13 millones de cabezas lo que significaría un incremento respecto a 1966 del 16 %. Que, en términos de carne

obtenida sería un crecimiento 4 % menor por la disminución registrada en el rendimiento por animal debido a la mayor matanza de vacunos de menor edad.

También las ventas de ovinos en Avellaneda mostraron una disminución en el tercer trimestre de casi 20 % respecto al segundo y de alrededor del 7 % respecto al igual período de 1966. A pesar de ello, debido a las altas ventas del primer semestre los animales vendidos en los nueve primeros meses de 1967 representan un volumen 8 % superior al del mismo período del año anterior. Asimismo, cabe destacar que las ventas de octubre han comenzado a mostrar recuperación, superando incluso al promedio del segundo trimestre. Los precios, que se mantuvieron en bajos niveles, con excepción del pico de mayo, también repuntaron en octubre con una cotización de sólo 1 % por debajo del mencionado mes de mayo.

Las ventas de porcinos en Liniers durante el tercer trimestre del año fueron 18 % menores que las de igual período del año anterior, sólo cabría esperar ahora algún repunte estacional para fin de año. Estas perspectivas serían oscurecidas por los altos precios que ya comenzaron a pagarse desde setiembre. El promedio de octubre es el más alto registrado en el año y supera al mismo mes de 1966 en un 100 %.

1.3 Pesca

El informe publicado por el B. C. R. A. confirmó nuestras estimaciones del número anterior. La pesca marítima en el primer semestre de 1967 fue apenas 1 % inferior a igual período del año anterior.

1.4 Combustibles y Electricidad

La producción de petróleo en los primeros nueve meses de este año fue

8 % superior a la de igual período del año anterior. Cabe destacar que el crecimiento producido por YPF fue superior al del total del país en casi un 5 %, esto implica que el resto de las empresas disminuyeron su producción; el total de las ex-contratistas bajaron 4 % y las otras empresas privadas produjeron 7 % menos.

Con los resultados conocidos hasta octubre cabe adelantar que si la producción mantiene el ritmo actual, los totales de 11 meses del corriente año igualarán la producción de 1966, llegando así a cumplirse la estimación de un incremento anual del 10 % respecto al año anterior. Las importaciones de petróleo disminuyeron en un 40 % en los primeros nueve meses de 1967 respecto a igual período de 1966 y en igual proporción se contrajeron las importaciones de gas oil. Se puede apreciar de esta forma un claro proceso de sustitución de importaciones.

La extracción de carbón aumentó entre los períodos considerados 22 %, la producción comercializable 40 % y las ventas 66 %.

La producción de gas (en equivalente de petróleo) aumentó 9 % pero debe destacarse que la misma no alcanzó a satisfacer las necesidades locales por lo que se observa un incremento de las importaciones de gas licuado en los primeros nueve meses de 1967, respecto a igual período de 1966, del 44 %.

La producción de electricidad en los primeros nueve meses de 1966, fue 6 % superior a la del mismo período de 1966. Las empresas SEGBA e Italo fueron quienes mayor aporte hicieron a dicho crecimiento.

1.5 Industria manufacturera

En su informe de nueve meses, el B. C. R. A. estima un incremento de la producción del 0,3 % para los nueve primeros meses de 1967 respecto a igual período del año anterior. Este estancamiento es muy significativo por cuanto se produjo justamente en el tercer trimestre, luego de un incremento entre el segundo y el primero del 17 %, si bien marcadamente estacional. Esto induce a suponer que estamos frente a una posible disminución del valor anual de la producción industrial respecto a 1966, que ya había sido inferior a 1965 en el 1,3 %. En efecto, el nivel del cuarto trimestre, necesario para que el promedio del año

fuera similar al del período anterior, sería de un 4 % mayor que el valor del tercer trimestre. El crecimiento del cuarto trimestre respecto al tercero de 1966 fué 2,6 %.

La producción industrial de los grupos alimentos y bebidas y tabaco sufren, según el B.C.R.A., una declinación del 3 % entre los nueve primeros meses de 1967 y el período similar de 1966. Caída que se produce en el tercer trimestre, ya que la relación entre los primeros semestres de los años considerados muestran un crecimiento de casi el 6 %. Aquella disminución es atribuible en buena medida en la faena vacuna que resultó afectada al comienzo del trimestre por los bajos precios y la consiguiente retracción de las ventas, luego por las inundaciones que impidió el normal acceso a los mercados y además a los conflictos portuarios en Inglaterra.

Los grupos textiles, confecciones y cuero, de acuerdo al informe del B.C.R.A. muestran una permanente declinación en su producción, llegando los primeros nueve meses de 1967 a una caída del 3 % respecto al mismo período de 1966, que el B.C.R.A. atribuye a textiles y confecciones, ya que estiman un incremento en cuero debido a la desgravación en sus derechos a la exportación. Otras fuentes si bien coinciden en la caída de la producción de fibras industriales, estiman alzas importantes en la industria de las fibras textiles sintéticas, lo que se explicaría por la evidente sustitución que se está produciendo en la rama. El aumento promedio del 20 % en los precios corrientes de indumentaria aportan otro elemento para explicar el comportamiento del consumo de estos grupos.

La agrupación papel y cartón ha tenido una fuerte tendencia recesiva debido a que antes de la devaluación los usuarios hicieron grandes provisiones de papeles dejando prácticamente paralizada la demanda para casi todo el año 1967. Recién en el mes de octubre se insinúa un leve aumento en la importación de celulosa y pasta para papel, lo que podría hacer pensar en el comienzo de una etapa de lenta recuperación, luego de un largo proceso de absorción de existencias. No obstante, nuestras estimaciones de la producción para el año 1967, respecto al anterior señalan disminuciones para la celulosa del 27 %, para la pasta para papel del 24 % y para el conjunto de producción e importación de celulosa y pasta del 30 %.

En cuanto a la producción del grupo Productos Químicos la información oficial consigna un crecimiento constante llegando a los nueve meses en 1967 con un alza del 3,5 % respecto a igual período de 1966.

En lo que respecta al grupo piedras, vidrio y cerámica también se registra un

crecimiento de actividad aunque después se desacelera en el tercer trimestre del año. La producción de los primeros nueve meses de 1967 es 10 % mayor que el de igual período de 1966. Este grupo productor de insumos claves para la industria de la construcción, tuvo un crecimiento cercano al de dicho sector cuyo PBI aumentó 9 % entre los períodos considerados.

La producción de cemento portland sólo aumentó 4 % en los nueve primeros meses de 1967, y la manufactura del vidrio verificó una baja, reajustándose un aumento mayor en la producción de ladrillos, azulejos, artefactos sanitarios.

La producción del grupo metales, excluidas las maquinarias, aumentó en los primeros nueve meses de 1967 en 1,5 % pero debe hacerse notar que el incremento de seis meses entre 1966 y 1967 fué de casi el 7 %. Es decir que en el tercer trimestre de 1967 se produce una disminución del 12 % en la producción del grupo. Es indudable que en este grupo clave de la producción industrial ha influido notablemente la paralización apuntada para todo el sector. La fuerte disminución en la demanda de maquinaria agrícola y, en general de equipo industrial y la lenta caída en las ventas de vehículos de transporte, repercutió indudablemente en la demanda de insumos metalúrgicos, como no puede observarse en la disminución que desde mitad de año se observa en la producción de laminados terminados. Respecto al arrabio debe hacerse la aclaración de que en el mes de julio disminuyó la producción de arrabio en casi un 50 % debido a inconvenientes técnicos de la planta de SOMISA, que volvieron a producirse a partir de octubre por cerca de 45 días. Nuestra estimación del aumento del total del año 1967, es para el arrabio 25%, para el acero crudo 10%, y para los laminados terminados 7%.

Como adelantamos en el párrafo anterior en el tercer trimestre del año comenzaron a trasladarse a la producción de automotores los problemas que ya estaban apareciendo desde meses antes en las ventas. En el tercer trimestre se observa una disminución del 8 % en la producción de automotores. No obstante para los nueve primeros meses se anota un crecimiento del 5 %, respecto a igual período de 1966. Nuestra estimación del incremento para el año 1967 es de sólo 1,5 % para los automóviles y una caída del 6 % para el resto de la producción automotor, pues es en la producción de furgones, camiones, chasis en donde se refleja con mayor profundidad la paralización industrial.

En cuanto al resto del grupo maquinarias, excluida la eléctrica, su producción en los nueve primeros meses de 1967 fué 4 % inferior a la de igual período de 1966,

si bien se observa una leve tendencia ascendente. Es obvio de que las medidas de desgravación propiciadas por el gobierno han tenido hasta la fecha manifestación productiva alguna, si bien no era de extrañar dado el retraso con que se expresan generalmente este tipo de medidas.

La producción de maquinarias y aparatos eléctricos disminuyó en los nueve meses 2,5 %. Los niveles del segundo trimestre prácticamente se mantuvieron en el tercero y ambos por debajo de los del año anterior. Observando en especial algunos artículos, debemos señalar que la producción de heladeras aumentó en los siete primeros meses de este año en 22 % y se estima que para el año habrá un incremento del 19 %. La producción de lavarropas aumentó en los primeros siete meses en 41 % y se espera que en el año el alza será del 23 %. En cuanto a la producción de máquinas de coser debe aclararse que, si bien su producción para los primeros ocho meses disminuyó 9 % y que se estima una caída para todo el año del 15 %, ha ocurrido una verdadera sustitución, en las plantas productoras más importantes, por la fabricación de máquinas de tejer cuya expansión ha sido notable.

1.6 Construcciones

El informe del B.C.R.A. como adelantamos más arriba estima un crecimiento del PBI del sector en los primeros nueve meses de 1967 respecto al mismo período de 1966 de 9 %.

En el mismo período las construcciones privadas aumentaron 10 % y las públicas 8 %. En cuanto a la primera, si bien recibió medidas de aliento por parte del gobierno a través de desgravaciones impositivas, esto no se ha hecho sentir en su real dimensión, como tampoco los planes oficiales de vivienda cuyo impacto inicial no ha de percibirse ni aún en 1968. Sólo cabe esperar un cambio positivo en las empresas particulares. Otro índice que debe tenerse en consideración es la casi estabilidad del precio de la construcción a partir de abril de este año. En lo que respecta a las construcciones públicas, el B.C.R.A. estima que ha habido una aceleración de los trabajos y un aumento en las contrataciones de nuevas obras. En el último trimestre del año se advierten además, numerosas licitaciones, cuya expresión real se apreciará recién a fines del primer trimestre de 1968.

II. PRECIOS Y SALARIOS

2.1 Costo de vida

La desaceleración en el crecimiento del índice del costo de vida previsto en el informe anterior, a partir de agosto, se cumplió hasta septiembre en todos los rubros que componen el índice, registrándose incluso disminuciones -si bien de poca significación- en los precios de alimentos. En el mes de octubre la tendencia se mantuvo también en todos con la sola excepción del mismo capítulo alimentación; pero dado que su ponderación en el presupuesto familiar es muy alto (59%) transmitió dicho cambio al propio índice general. De este modo un aumento del 4,6 % en alimentación, respecto a setiembre y de no más del 1 % en el resto de los capítulos, se expresa en el nivel general con un aumento del 2,9 %.

La responsabilidad que le cabe al rubro alimentación en el cambio de la tendencia operada en el nivel general, se pone de manifiesto en las series que se muestran a continuación.

Variaciones mensuales del índice de costo de vida en 1967

	Nivel general	Alimentación	Resto
Enero	-4.7	-10.1	3.0
Febrero	2.1	2.7	1.4
Marzo	2.2	0.5	4.4
Abril	1.2	1.7	0.6
Mayo	1.0	- 0.1	2.3
Junio	4.4	6.3	2.1
Julio	5.0	8.3	0.9
Agosto	0.3	- 0.1	1.0
Setiembre	0.5	- 0.2	1.4
Octubre	2.9	4.6	0.6

El alza en el rubro alimentación del 4.6 % se debe casi exclusivamente a las graves inundaciones de mediados de octubre, que afectaron la producción de alimentos y su acceso a los centros de consumo, debiéndose considerar además los problemas, ya mencionados en el apartado correspondiente, referentes a la oferta de hacienda y los precios de la carne.

El promedio de los nueve primeros meses del presente año, relacionados con igual período de 1966, muestra un crecimiento del 29 %, que resulta menor que la variación producida entre períodos similares de los años 1965 y 1966, que fue del 33 %.

El crecimiento del promedio de todo el año 1966 respecto al de 1965 fue 32 %, con un alza entre octubre y diciembre de 1966 de 14 %. Si suponemos que en noviembre de 1967 habrá casi estabilidad del costo de vida y en diciembre estimamos un aumento estacional del 8 %, llegamos a un crecimiento promedio para 1967 respecto al de 1966, de 29 %. Esto implica una leve disminución con respecto al año anterior pero aún se está por arriba de los crecimientos de precios observados en los años anteriores.

2.2 Precios mayoristas

El crecimiento promedio de los precios mayoristas entre marzo y septiembre de este año fue del 11,4 %. Este es el aumento producido en el período de estabilización, medido con referencia al trimestre pre-devaluación. El crecimiento del nivel general que se había observado en el segundo trimestre mantuvo su ritmo en el tercero, con alguna aceleración, pero no tuvo características tan profundas como los precios agropecuarios, la compensación al importante aumento de los precios de la producción vegetal y animal, se produjo merced a la desaceleración de los precios de los artículos no agropecuarios, en especial de los importados.

Los precios agrícolas en el segundo trimestre fueron 7 % superiores al primero y en el tercer trimestre 22 % mayores que en el segundo. Los precios sector ganadero en el segundo trimestre fueron 4 % superiores al primero y 9 % mayores en el tercero respecto al segundo.

Merece destacarse que los precios de legumbres y hortalizas, con una ponderación de más del 20 % en la producción vegetal, aumentaron en 70 % entre el segundo y tercer trimestre. Las frutas, entre los mismos períodos, aumentaron sus precios en un 30 %. Comparando estos crecimientos con las variaciones producidas en iguales períodos de 1966, vemos que las legumbres y hortalizas tuvieron un alza del 30 % y las frutas una disminución del 10 %.

El comportamiento de los precios industriales de origen nacional hace pensar que ya se ha superado el período de ajuste posterior a la devaluación de marzo y se puede hacer igual afirmación en los que respecta a los precios de los productos importados que, luego del alza de agosto, han vuelto a niveles algo inferiores a los de julio.

Variaciones trimestrales del índice de precios mayoristas en 1967
(en %)

	Nivel general	Agropecuario	No nacional	Agropecuario importado	Total
1er. trimestre	4.4	-1.9	6.8	11.4	7.1
2do. trimestre	7.3	5.6	7.2	20.0	7.9
3er. trimestre	7.8	15.5	5.0	2.6	4.9

Si analizamos comparativamente las variaciones entre los índices de precios mayoristas y minoristas observamos que los niveles generales no presentan diferencias apreciables. Pero considerando el comportamiento por sectores de ambos índices llama la atención que en el período septiembre 1966-septiembre 1967, los precios minoristas de la carne han sufrido un alza de alrededor del 30 %, mientras que los mayoristas llegan a un 43 % de aumento. Dos factores importan señalar, por un lado el papel preponderante que tiene la actividad faenadora y por otro la conducta reguladora que asume el comercio minorista sobre los precios a fin de que las alzas importantes que deben aceptar del mayorista sean transferidas controladamente al público a fin de no afectar el volumen de sus ventas. Actitud inversa se observa en los precios de los fideos, un clásico producto de demanda inelástica; mientras el sector mayorista muestra un alza del 44 %, en el

período considerado, el comercio minorista no tiene inconvenientes en producir un aumento del 61 %, un comportamiento similar se observa en cuanto a las legumbres y frutas. En lo que se refiere a la indumentaria, también se observa en los precios minoristas alzas superiores a las observadas en los mayoristas. Así, mientras los primeros aumentan 28 %, la industria nacional de los textiles y confecciones incrementan su precio 19 %. El incremento puede explicarse en el costo de financiación de las ventas a crédito. Tendencias similares se observan en los productos farmacéuticos, en los artículos de perfumería, en el tabaco, etc.

2.3 Salarios

Dada la congelación legal de los salarios y las alzas producidas en el índice de costo de vida, lógico era pensar en un deterioro del salario real. Así como entre el primero y segundo trimestre se produce un aumento del 12 % en el salario real, entre el segundo y tercero la disminución es del 7 %.

Utilizando los mismos supuestos mencionados en el apartado de costo de vida, para los meses de noviembre y diciembre de 1967, es fácil verificar que el incremento de salarios decretado en el mes de marzo habrá sido totalmente absorbido por el aumento de precios minoristas antes de terminar el mes de diciembre.

III. MONEDA Y CREDITO

3.1 Creación de medios de pago

En los primeros nueve meses de 1967 las compras de divisas del Banco

Central generaron el 41 % de la creación bruta de medios de pago, el crédito al gobierno el 23 % y el crédito al sector privado el 27 %.

En el curso del año hubo cambios importantes en el comportamiento de las tres fuentes de creación de medios de pago. El sector externo jugó su rol principal en el segundo trimestre del año y el sector público en el primero debido a la fuerte mejora de la situación de Tesorería a partir del mes de abril. A su vez, el sector privado mantuvo un comportamiento regular en el segundo y tercer trimestre.

Resulta particularmente notable el hecho de que en el período abril-septiembre el sector público lejos de actuar como factor de liquidez actuara como factor de absorción ya que los créditos al sector de \$ 19,9 M. fueron más que compensados por el aumento de los depósitos oficiales por \$ 30,8 M.

3.2 Liquidez de particulares

La liquidez primaria (billetes y monedas más depósitos en cuenta corriente) aumentaron en los nueve primeros meses de 1967 en \$ 72,7 M., que representa un aumento del 11 % con respecto a la liquidez primaria a fines de 1966. En el mismo período del año anterior el aumento fue del 17 %.

En cuanto a la liquidez secundaria (depósitos de poca movilidad) aumentaron en \$ 76,3 M. en los primeros nueve meses, o sea un aumento del 26 % con respecto a diciembre de 1966 contra el 12 % de aumento en el mismo período del año anterior. En el tercer trimestre declinó sensiblemente el aumento de ese tipo de depósitos, circunstancia que el B. C. R. A. atribuye al menor desatesoramiento de divisas, la disminución del salario real y el pago del impuesto de emergencia sobre la propiedad inmueble.

3.3 Situación de los bancos comerciales

Los factores señalados precedentemente explican la disminución en las va-

riaciones de los depósitos de los bancos comerciales, lo que se manifestó en una tendencia similar de las disponibilidades y los créditos.

Debe destacarse el incremento de las obligaciones con el B. C. R. A. luego de una constante disminución a través de todo el año 1967.

IV. FINANZAS PUBLICAS

4.1 Movimiento de Tesorería

En términos generales, se repitieron las tendencias señaladas en el informe anterior, tanto en lo que se refiere a erogaciones como a disponibilidades de la Tesorería.

Si analizamos los gastos con referencia a los primeros nueve meses de 1966, en base a valores constantes, se observa que se mantienen en niveles similares, pero produciéndose algunos cambios internos que merecen señalarse. Los aportes para inversiones de las empresas del Estado aumentaron 42 %, habiéndose duplicado su monto en pesos corrientes. Además, las erogaciones para cubrir déficit de explotación disminuyeron 32 %. De esa manera, se produjo un cambio en la composición del gasto que, de acuerdo a las estimaciones oficiales, se ha de mantener en lo que resta de 1967 y en todo el año 1968.

En cuanto a los ingresos, hubo un incremento sensible de la recaudación en el tercer trimestre, si bien debe advertirse que ya en el mes de septiembre se insinuaba una leve disminución (que continuó con mayor intensidad en octubre) del 37 % respecto a agosto.

Sin duda, la iliquidez que se señala en el apartado correspondiente, está provocando una evidente dificultad en el cumplimiento de las obligaciones fiscales; esta situación indujo a las autoridades económicas a postergar para el próximo año varios de los compromisos impositivos y previsionales, que originalmente debían cancelarse en noviembre y diciembre.

4.2 Financiamiento del déficit

El déficit del tercer trimestre (\$15,7 M.) se mantuvo dentro de los bajos niveles posteriores a abril del corriente año y fué financiado totalmente por el uso del Fondo Unificado. Tanto los adelantos del B. C. R. A. como el movimiento neto de documentos de cancelación de deuda registraron variaciones de muy escasa significación.

V. SECTOR EXTERNO

5.1 Comercio Exterior

La información del B. C. R. A. para los nueve primeros meses de 1967 señala un saldo positivo de la balanza comercial de 407 millones de dólares, 11 % menor que el saldo correspondiente al mismo período de 1966, esta disminución corresponde enteramente a las exportaciones que cayeron cerca de 4 %, mientras que las importaciones se mantuvieron prácticamente estabilizadas.

La disminución operada en las exportaciones corresponden esencialmente al rubro cereales, concretamente al trigo, cuya exportación disminuyó más del 50 %, comparando el período de nueve meses de 1966 y 1967. Las exportaciones de carne mantuvieron su nivel con leve tendencia ascendente y también se vio afectada la exportación de lana, que disminuyó 25 %.

Las ventas de productos industriales tuvieron un leve aumento pero, en general, no fué significativo.

El volumen de importaciones de bienes de capital tuvo un aumento del 15 %, comparando los nueve primeros meses de los años 1966 y 1967 y el de las materias primas para la industria fué del 5 %; de este total puede señalarse un aumento para los productos químicos del 10 %, una disminución en la importación de arrabio del 40 % y una disminución en el rubro combustibles del 20 %.

ANEXO ESTADISTICO

5.2 Balance de pagos

El saldo de la balanza comercial fué de sólo 46 millones de dólares en el tercer trimestre, frente a 163 y 198 en el primero y segundo respectivamente. El movimiento de capital no compensatorio, que refleja los créditos con que se financian parte de las importaciones y la entrada neta de capital extranjero a corto y largo plazo, también mostró una tendencia declinante respecto al trimestre anterior (29 millones de dólares contra 119). El efecto negativo de los servicios reales y financieros (41 millones de dólares en el trimestre analizado) reprodujo las cifras habitualmente registradas en ese rubro.

El ingreso de capitales compensatorios fué negativo en el tercer trimestre debido a la cancelación de obligaciones en concepto de bonos externos ya amortizaciones con el FMI, no obstante el saldo de los nueve meses muestra un ingreso neto positivo de 92,8 millones de dólares.

El incremento de las reservas internacionales para el mismo período de nueve meses es de 466,8 millones de dólares, a las que debe agregarse el monto aún no utilizado de 200 millones de dólares de créditos stand-by.

CUADRO No. 1

VENTAS DE GANADO
(miles de cabezas)

Años	Mercado de Liniers			Porcino	Mercado de Avellaneda	% a/b
	Vientres (a)	Vacuno Resto	Total (b)		Ovinos	
				Total	Total	
1963	1.662	2.833	4.495	891	3.087	37
1964	769	2.040	2.809	1.088	2.539	27
1965	737	2.468	3.205	1.256	3.469	23
1966	1.331	2.816	4.147	1.559	4.281	32
1er. trim.	280	675	955	372	1.075	29
2do. trim.	383	631	1.017	376	984	33
3er. trim.	358	747	1.105	410	923	32
4 to. trim.	307	763	1.070	401	1.299	29
1967						
1er. trim.	391	745	1.136	375	1.274	34
2do. trim.	458	775	1.233	370	1.076	37
3er. trim.	288	710	998	336	862	29

CUADRO No. 2

PRODUCCION DE ALGUNOS RUBROS INDUSTRIALES

Sector	1966	1 9 6 7				Total	Varia- ción 1967 1966 %	Varia- ción 1967 1965 %
		1er. trim.	2do. trim.	3er. trim.	4to. trim. (3)			
Metalúrgico								
Arrabio	(1) 520.7	166.9	186.6	169.1	127.4	650.0	+ 24.8	- 1.8
Acero crudo	(1) 1264.7	331.3	358.6	365.7	334.1	1390.0	+ 9.9	+ 3.2
Laminados	(1) 1262.7	343.1	358.2	320.7	328.0	1350.0	+ 6.9	- 12.5
Automóviles	(2) 131.2	29.5	38.0	34.9	30.6	133.0	+ 1.4	+ 11.0
Chasis, camiones								
utilitarios	(2) 48.2	7.9	13.5	11.5	12.1	45.0	- 6.6	- 31.3
Tractores	(2) 11.5	1.7	2.8	2.4	2.6	9.5	- 17.4	- 30.1
Textil								
Consumo fibra al								
godón en Hilan-								
derfa								
(1) 111.4	22.2	26.9	25.8	22.1	97.0	- 12.9	- 16.3	
Fibra sintét.	(1) 25.0	6.3	6.7	6.8	7.2	27.0	+ 8.0	+ 1.9
Papel								
Celulosa	(1) 74.0	14.3	11.7	13.4	14.6	54.0	- 27.0	- 15.2
Pasta p/papel	(1) 39.3	8.5	6.8	6.6	8.1	30.0	- 23.7	- 32.4
Prod. e import.								
celulosa y pasta								
(1) 286.6	52.0	47.8	54.5	45.7	200.0	- 30.0	- 29.9	
Cemento	(1) 3383.5	839.8	834.8	880.4	925.0	3480.0	+ 2.9	+ 8.7
Ac. Sulfúrico	(1) 149.9	39.5	39.0	41.4	39.1	159.0	+ 6.1	- 7.7
Art. p/hogar								
Calefones	(2) 125.0	25.3	34.6 (3)	35.1	35.0	130.0	+ 4.0	- 3.3
Cocinas	(2) 330.9	56.2	71.9 (3)	71.8	80.1	260.0	- 15.4	- 16.8
Heladeras	(2) 134.2	34.3	35.4 (3)	45.3	45.0	160.0	+ 19.2	- 11.1
Lavarropas	(2) 106.3	24.2	34.1 (3)	36.7	35.0	130.0	+ 22.9	+ 26.7
Maq. de coser	(2) 87.5	18.3	14.9 (3)	12.9	13.8	57.9	- 14.2	- 32.2
Televisores	(2) 159.8	23.6	48.6 (3)	44.5	45.0	166.7	+ 4.3	- 7.8

CUADRO No. 3

PRODUCCION DE PETROLEO, CARBON Y GAS

Años	Petróleo (miles de m3.)				Carbón miles tn. boca mina	Gas mill. m3 equiv. pet.
	Total	YPF	Cía. ex- contrat.	Cías priva- das		
1963	15.444	10.319	4.703	422	250	2.414
1964	15.943	10.779	4.818	346	424	2.801
1965	15.625	10.198	5.113	314	541	3.327
1966	16.660	11.242	5.124	294	604	3.680
1967 (1)	18.500
9 meses						
1966	12.313	8.915	3.179	219	434	2.686
1967	13.331	10.061	3.068	203	531	2.929

(1) Estimación propia

Fuente: D. N. E. C.

CUADRO No. 4

INDICE DEL COSTO DE VIDA

(base 1960 = 100)

Años	Nivel General	Alimentación	Indumentaria	Gastos Generales	Mena-je	Aloja-miento
1962	145,7	142,8	150,1	152,3	171,4	130,9
1963	180,7	175,5	187,6	203,9	198,2	143,3
1964	220,7	222,6	224,6	235,7	220,4	146,7
1965	283,8	284,8	289,1	310,9	285,1	184,0
1966	374,3	356,8	387,4	430,3	364,3	393,2
1966						
1er. trim.	344,0	331,0	340,5	389,2	364,9	376,2
2do. trim.	362,3	346,9	377,5	417,7	318,8	376,4
3er. trim.	376,2	354,6	404,5	434,7	335,1	403,4
4to. trim.	414,6	394,6	427,2	479,7	438,4	416,9
1967						
1er. trim.	435,8	405,7	453,4	522,7	491,0	456,3
2do. trim.	460,1	426,0	492,4	577,5	433,6	456,3
3er. trim.	500,3	479,1	518,6	600,1	458,0	456,3
1966						
9 primeros meses	360,8	344,2	374,2	413,9	339,6	385,3
1967						
9 primeros meses	465,4	436,9	488,1	566,8	460,9	456,3

Fuente: D. N. E. C.

CUADRO No. 5

INDICE DEL COSTO DE VIDA

Variaciones porcentuales

Años	Nivel General	Alimentación	Indumentaria	Gastos Generales	Mena-je	Aloja-miento
1961	13,7	11,0	21,6	13,0	32,5	21,2
1962	28,1	28,6	23,4	34,8	29,4	8,0
1963	24,0	22,9	25,0	33,9	15,6	9,5
1964	22,1	26,8	19,7	15,6	11,2	2,4
1965	28,6	27,9	28,7	31,9	29,4	25,4
1966	31,9	25,3	34,0	38,4	27,8	113,7
1966						
1er. trim.	6,4	0,4	5,7	11,2	12,5	101,5
2do. trim.	5,3	4,8	10,9	7,3	-12,6	0,1
3er. trim.	3,8	2,2	7,2	4,1	5,1	7,2
4to. trim.	10,2	11,3	5,6	10,4	30,8	-
1967						
1er. trim.	5,1	2,8	6,1	9,0	12,0	13,1
2do. trim.	5,6	5,0	8,6	10,5	-11,7	-
3er. trim.	8,7	12,5	5,3	3,9	5,6	-
1966						
9 primeros meses (1)	33,3	27,6	34,6	39,0	24,5	110,4
1967						
9 primeros meses (1)	29,0	26,9	30,4	36,9	35,7	18,4

(1) Variaciones respecto al mismo periodo del año anterior

Fuente: D. N. E. C.

INDICE DEL COSTO DE VIDA
(ajustado por estacionalidad)

Período	Nivel General	Variación porcentual con respecto período anterior
1966		
1er. trimestre	339,5	6,8
2do. trimestre	363,5	7,1
3er. trimestre	382,6	5,3
4to. trimestre	407,5	6,5
1967		
1er. trimestre	434,3	6,6
2do. trimestre	461,7	6,3
3er. trimestre	508,8	10,2
Setiembre 1966-diciembre 1965		20,5
Setiembre 1967-diciembre 1966		22,1

Fuente: D. N. E. C.

CUADRO No. 7

INDICES PRECIOS MAYORISTAS
(base 1965 = 100)

Años	Nivel general	Agropecuarios					No agropecuarios		
		Total	Productos vegetales		Productos animales		Total	Nacional	Impor- tado
			Cereales y lino	Total	Ganado	Total			
1964	1.007,3	1.191,0	1.108,1	1.028,1	1.647,1	1.420,0	941,0	953,7	575,0
1965	1.248,0	1.304,4	1.179,6	1.012,2	2.021,8	1.711,7	1.227,7	1.244,5	986,0
1966	1.497,6	1.582,3	1.513,9	1.437,2	2.042,0	1.789,0	1.467,0	1.487,0	1.178,8
9 meses									
1966	1.452,9	1.512,5	1.441,4	1.325,2	2.036,4	1.776,9	1.431,4	1.454,0	1.137,6
1967	1.834,9	1.925,1	2.073,8	1.775,1	2.397,2	2.136,3	1.802,4	1.812,2	1.660,3
Variaciones porcentuales									
1964	26,2	28,2	4,0	9,9	64,0	54,0	25,3	26,0	13,0
1965	23,9	9,5	6,5	-1,5	22,7	20,5	30,5	30,5	30,1
1966	20,0	21,3	28,3	42,0	1,0	4,5	19,5	19,5	19,6
9 meses									
1966	19,7	19,0	25,0	38,6	0,7	4,0	20,0	20,3	18,4
1967	26,3	27,3	43,9	33,9	17,7	20,2	25,9	24,6	46,0

Fuente: D. N. E. C.

INDICE DE PRECIOS MAYORISTAS
(variaciones porcentuales relativas)

Años	Agropecuario/ no agrope- cuario nacional	Productos Vegetal/ animales	Importado/ Nivel general	Cereales y lino/ ganado
1961	-1,9	16,9	-10,9	24,6
1962	7,2	20,0	2,0	13,8
1963	6,3	-6,1	-5,2	-7,2
1964	1,8	-28,7	-9,8	-36,6
1965	-16,1	-18,3	5,0	-13,3
1966				3,9
1er. trimestre	-3,5	-2,7	-2,0	5,3
2do. trimestre	3,5	4,4	0,1	17,0
3er. trimestre	1,0	18,8	1,8	5,4
4to. trimestre	6,5	15,3	0,8	
1967				-2,9
1er. trimestre	-8,2	-19,7	6,6	10,5
2do. trimestre	-1,5	2,9	11,7	-3,0
3er. trimestre	10,0	16,8	-4,6	

Fuente: Elaboración propia de datos de la D. N. E. y C.

INDICE DE SALARIO DE CONVENIO DE
OBREROS INDUSTRIALES

Capital Federal
Indice 1960 = 100

Años	Salario Nominal		Salario Real	
	Oficiales	Peones	Oficiales	Peones
1964	256,1	256,1	116	116
1965	343,6	348,2	121	123
1966	460,2	464,3	123	124
1966				
9 primeros meses	446,2	450,8	124	125
1967				
9 primeros meses	589,6	592,8	127	127

Fuente: D. N. E. y C.

FUENTES Y USOS DE FONDOS DE LOS BANCOS COMERCIALES

(variaciones del periodo en \$ M.)

Periodo	U s o s				F u e n t e s				Suma activo y Pasi- vo (3)
	Dispo- nibili- dades	Ofi- ciales (1)	Créditos Priva- dos	Total	Oro y divi- sas	De- pósi- tos	Oblig. con	Otras ctas. Pasi- vo (2)	
1965	43,3	53,0	88,3	141,3	-8,9	123,6	49,2	3,5	175,7
1966	7,4	13,1	154,7	167,8	-7,1	153,2	-10,0	24,7	168,1
1966									
1er. trim.	43,0	8,9	25,5	34,4	-0,1	64,1	-9,6	22,7	77,3
2do. trim.	6,0	-6,2	33,8	27,6	-0,1	37,3	-7,4	3,7	33,5
3er. trim.	-7,6	1,3	40,7	42,0	-0,2	32,0	-3,6	5,7	34,2
4to. trim.	-34,1	9,2	54,7	63,9	-6,7	19,8	10,5	-7,2	23,1
1967									
1er. trim.	71,7	8,5	20,2	28,7	0,5	97,6	-23,4	26,7	100,9
2do. trim.	39,8	18,9	54,7	73,6	3,2	122,9	-8,2	1,9	116,6
3er. trim.	23,0	15,9	46,8	62,7	-1,6	57,4	20,7	6,0	84,1
9 meses									
1965	74,2	59,1	65,4	124,5	-3,5	128,4	47,4	19,4	195,2
1966	41,3	4,0	100,0	104,0	-0,4	133,6	-20,7	32,0	144,9
1967	134,5	43,3	121,7	165,0	2,1	277,9	-10,9	34,6	301,6

(1) Incluye J. N. G.

(2) Comprende los rubros Otras Cuentas del Pasivo más Capital y Utilidades, menos Otras Cuentas del activo.

(3) Los totales pueden no coincidir como consecuencia del redondeo de cifras.

Fuente: Elaboración propia sobre datos del B. C. R. A.

CUADRO No. 11

LIQUIDEZ DE PARTICULARES
(variaciones del periodo en \$ M.)

Periodo	P r i m a r i a				S e c u n d a r i a	
	Total	Billetes y Mone- das	Cuen- tas Corrien- tes	Sub- Total	Ahorro y plazo fijo	Otros depósitos de poca movilidad
1965	166,8	68,7	33,0	101,7	33,1	32,0
1966	229,7	100,1	74,0	174,1	46,5	9,1
1966						
1er. trimestre	33,0	-23,5	40,0	16,5	16,7	-0,2
2do. trimestre	42,2	9,5	23,3	32,8	7,6	1,8
3er. trimestre	50,9	27,6	9,4	37,0	12,2	1,7
4to. trimestre	104,1	86,9	1,3	88,2	10,0	5,9
1967						
1er. trimestre	45,3	-37,4	49,9	12,5	19,2	13,6
2do. trimestre	96,0	27,7	33,7	61,4	21,8	12,8
3er. trimestre	7,1	9,0	-13,3	-4,3	15,8	-4,4
9 meses						
1965	127,5	8,3	42,1	50,4	29,5	26,7
1966	125,9	13,5	72,5	86,0	36,6	3,3
1967	148,4	-0,7	70,3	69,6	56,8	22,0

Fuente: Elaboración propia sobre datos del BCRA.

FACTORES DE CREACION DE MEDIOS DE PAGOS
(variaciones del periodo en \$ M.)

Periodo	Factores de creación					Total
	Sector Externo	Sector oficial		Sector Privado	Total Sector Oficial	
		Junta Nacional de Granos	Resto			
1965	23,1	19,6	81,6	101,2	88,8	213,1
1966	11,1	-19,8	134,6	114,8	156,9	282,8
1966					(1)	
1er. trimestre	10,5	- 1,7	27,5	25,8	26,0	62,3
2do. trimestre	11,6	-10,0	19,0	9,0	34,1	54,7
3er. trimestre	- 2,6	- 5,2	29,7	24,5	41,5	63,4
4to. trimestre	- 8,5	- 2,9	58,0	55,1	55,4	102,0
1967						
1er. trimestre	15,4	-	50,5	50,5	21,2	87,1
2do. trimestre	94,5	-	3,5	3,5	57,5	155,5
3er. trimestre	12,5	-	16,7	16,7	41,9	71,1
9 meses						
1965	18,8	28,7	58,0	86,7	65,4	170,9
1966	19,5	-16,9	76,2	59,3	101,7	180,5
1967	122,4	-	70,7	70,7	120,6	313,7

(1) Para establecer la expansión efectiva del crédito al sector privado en 1966 debe deducirse de las cantidades consignadas \$ 15 M. (\$ 12 M. en el primer trimestre y \$ 3 M. en el tercero), provenientes de la revaluación de los créditos bancarios en moneda extranjera.

Fuente: Elaboración propia sobre datos del BCRA.

CUADRO No. 13

MOVIMIENTOS DE FONDOS DE LA TESORERIA
(en \$ M.)

CONCEPTOS	Enero/	Enero/Setiembre 1967		Variaciones porcentuales
	Setiembre	A precios corrientes	A precios constantes	
	1966	(1)	(2)	
1. Erogaciones (a)	293,9	439,4	312,0	6,2
1.1 Gastos e inversiones patrimoniales	173,6	246,4	174,9	0,7
1.2 Atención de la Deuda Pública	23,6	43,3	30,7	30,1
1.3 Aportes a empresas y otros organismos similares del Estado	77,7	110,0	78,1	0,5
1.3.1 Para déficit de explotación	41,2	39,7	28,2	-31,6
1.3.2 Para inversiones	22,1	44,1	31,3	41,6
1.3.3 Otros	14,4	26,2	18,6	29,2
1.4 Otras salidas (a)	25,0	39,7	28,2	12,8
2. Disponibilidades (b)	202,7	364,5	258,8	27,7
2.1 Rentas Generales	191,5	351,2	249,4	30,2
2.2 Otros ingresos en efectivo	11,2	13,3	9,4	-16,1
3. Déficit de Tesorería (1-2)	91,2	74,9	53,2	-41,7
4. Aumentos de los libramientos impagos, durante el periodo		4,4		

Col. 3: La deflación se realizó en base al aumento promedio de precios minoristas registrado en el periodo (29,0 %).

- (a) No incluye certificados de Cancelación de Deuda.
(b) No incluye Fondo Unificado ni Refinanciación Operaciones de Crédito Exterior.

Las pequeñas variaciones entre este cuadro (rubros 1 y 3) y los subsiguientes, se deben a cambios anotados en la fuente original.

Fuente: Elaboración propia sobre cifras de la Tesorería General de la Nación.

EVOLUCION TRIMESTRAL DEL MOVIMIENTO
DE TESORERIA
(en \$ M.)

CONCEPTOS	Ero- gacio- nes (a)	Ingresos en efectivo			De- fi- cit
		Total	Rentas gene- rales	Otros (b)	
1966					
1er. trimestre	98,2	56,1	52,1	4,0	42,1
2do. trimestre	88,2	69,2	65,9	3,3	18,9
3er. trimestre	113,5	77,3	73,5	3,8	36,3
4to. trimestre	160,4	136,4	107,4	29,0	24,0
1967					
1er. trimestre	120,0	71,4	66,1	5,3	48,6
2do. trimestre	143,1	132,5	129,1	3,4	10,6
3er. trimestre	176,3	160,6	156,0	4,6	15,7

(a) No incluye la emisión de Certificados de Cancelación de Deuda.

(b) No incluye Fondo Unificado ni Refinanciación Operaciones de Crédito Exterior.

Fuente: Tesorería General de la Nación.

FINANCIAMIENTO DEL DEFICIT DE TESORERIA
(evolución trimestral en \$ M.)

CONCEPTOS	1 9 6 6				1 9 6 7		
	1er. Tri- mestre	2do. Tri- mestre	3er. Tri- mestre	4to. Tri- mestre	1er. Tri- mestre	2do. Tri- mestre	3er. Tri- mestre
Déficit a financiar	42,1	18,9	36,3	24,0	48,6	10,6	15,7
1. Títulos a largo y me- diano plazo	(a) 12,5	2,7	3,1	3,2	1,5	2,0	1,4
2. Préstamos y anticipos del sistema bancario	13,0	14,6	30,4	43,9	45,9	-1,4	1,2
3. Documentos de cancela- ción de deuda	3,0	1,1	3,4	-27,0	-1,7	-10,5	-3,0
3.1 Emisión	(19,6)	(18,2)	(12,0)	(30,2)	(17,8)	(11,6)	(14,3)
3.2 Cancelación	(16,6)	(17,1)	(8,6)	(57,2)	(19,5)	(22,1)	(17,3)
4. Fondo unificado de cuen- tas del gobierno nacio- nal	8,8	1,1	-	5,5	3,0	15,0	18,0
5. Refinanciación de opera- ciones crédito exterior	4,7	-0,6	-0,6	1,5	-0,1	5,4	-
6. Otros tipos de financia- ción	0,1	-	-	-	-	0,1	-1,9

(a) Incluye los bonos externos 5 % - 1965.

Fuente: Elaboración propia en base a cifras de la Tesorería General de la Nación.

INSTITUTO DE DESARROLLO ECONOMICO Y SOCIAL

CARCALLO 1615 - Piso 7º. — BUENOS AIRES

