

Oberst, Tomás

Reservas débiles, emisión monetaria alta y atraso cambiario: herencia y desafíos para el próximo gobierno

Informe Macroeconómico y de Crecimiento Económico, Año 14, N° 2, 2015

Este documento está disponible en la Biblioteca Digital de la Universidad Católica Argentina, repositorio institucional desarrollado por la Biblioteca Central “San Benito Abad”. Su objetivo es difundir y preservar la producción intelectual de la Institución.

La Biblioteca posee la autorización del autor para su divulgación en línea.

Cómo citar el documento:

Oberst, T. (2015). Reservas débiles, emisión monetaria alta y atraso cambiario : herencia y desafíos para el próximo gobierno [en línea], *Informe Macroeconómico y de Crecimiento Económico*, 14(2). Universidad Católica Argentina. Facultad de Ciencias Económicas. Departamento de Investigación “Francisco Valsecchi”. Programa de Desarrollo e Instituciones. Disponible en:
<http://bibliotecadigital.uca.edu.ar/repositorio/revistas/reservas-debiles-emision-monetaria.pdf> [Fecha de consulta:.....]

Reservas débiles, emisión monetaria alta y atraso cambiario: herencia y desafíos para el próximo gobierno

Por Tomás Oberst³

Introducción

En los 12 años de administración que comenzaron en 2003 con la presidencia de Néstor Kirchner y culminarán en el próximo diciembre, pueden encontrarse tres etapas muy diferentes entre sí en cuanto al manejo de la política económica y monetaria y sus consecuentes resultados sobre las variables macro subyacentes. En primer lugar, el periodo comprendido entre 2003-2008 mostró un crecimiento muy importante del sector exportador con superávit externo. El trienio extendido entre 2009-2011 mostró los efectos de la crisis internacional y el fin del crecimiento externo de los años previos.

Finalmente, entre 2012-2015, se dio un periodo de alta emisión para financiar el déficit fiscal y la imposición del "cepo" cambiario dentro de lo más relevante de estos años en materia económica.

El próximo gobierno tendrá, sin lugar a dudas, desafíos muy importantes de cara al futuro: el engrosamiento del nivel de reservas, la disminución de una inflación cuya principal causa es monetaria y la solución al atraso cambiario que se ha venido gestando en la economía argentina en los últimos años. Estos temas serán abordados desde una perspectiva histórica de los 12 años de kirchnerismo y, al analizar la situación actual, se intentará dar un puntapié al debate de soluciones a dichos problemas.

El nivel de reservas internacionales

Luego de la crisis de la convertibilidad en 2001, uno de los principales pilares del modelo económico consistía en mantener un creciente y abultado nivel de reservas, dado que la crisis de balanza de pagos había dejado a las arcas del

³ Lic. En Economía, (UCA). Asesor en inversiones bursátiles, Volga Investments toberst@volgainvestments.com

Banco Central con un monto muy bajo de divisas, cercano a los USD 10.000 millones.



Entre 2003 y 2008, como consecuencia del crecimiento del sector exportador y el superávit externo, la variación en las reservas internacionales totalizó muy positiva en USD 35.910 millones. Este importante crecimiento se debió al incremento en la compra de divisas, el cual alcanzó un valor de USD 46.867 millones (recordemos que en esta operación el Banco Central emite base monetaria y aumenta su pasivo). Por el lado de los factores de reducción de reservas, el más importante fue aquel destinado al desendeudamiento con los organismos multilaterales, que totalizó USD 25.261 millones. En el rubro "Otros" se incluyen préstamos con el BIS así como también resultados por tipo de cambio.



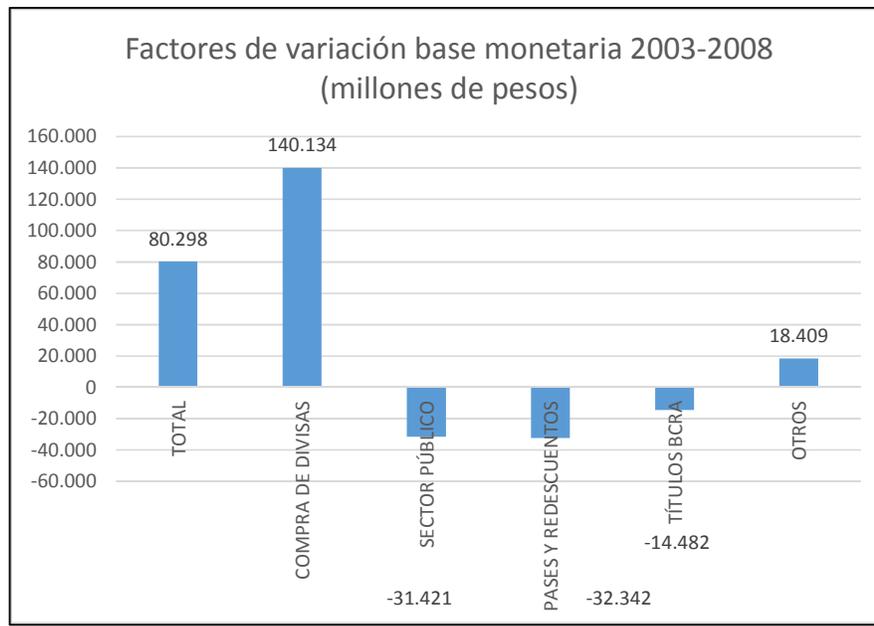
Entre 2009 y 2011, la variación de reservas fue prácticamente nula. Si bien la compra de divisas por parte del Banco Central generó un incremento de USD 18.440 millones, y también los organismos internacionales generaron ingresos de divisas por USD 4.245 MM, la modificación en la regulación de efectivo mínimo que debían mantener las entidades financieras junto con la corrida de depósitos en dólares y el sector público generaron una caída de reservas por un total de USD 8.836 millones. De este modo, en el neto, la caída fue marginal en el periodo, por USD 10 millones.



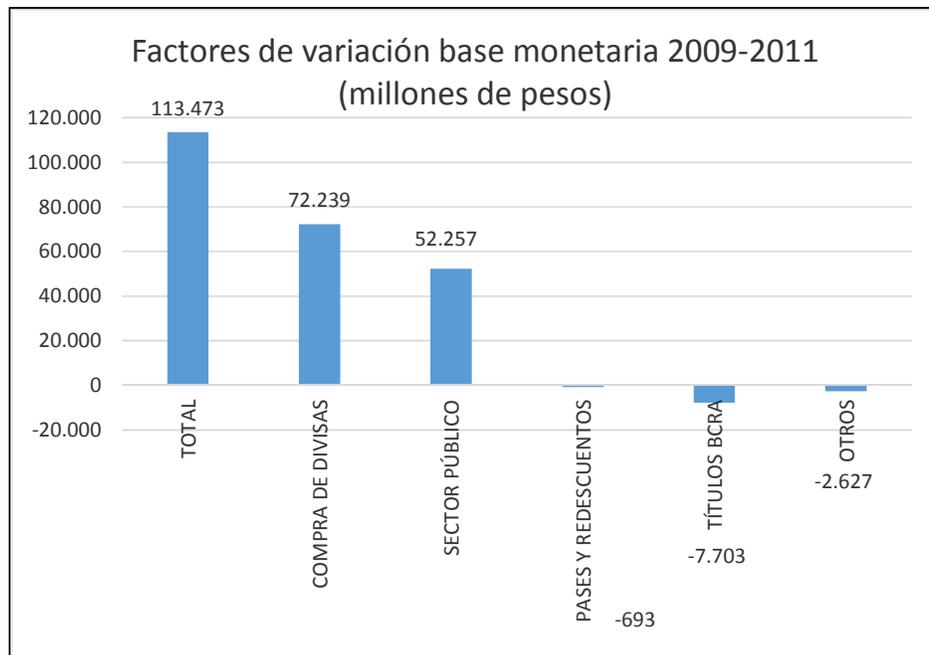
En el periodo comprendido entre 2012-2015, se revirtió la tendencia. La variación de reservas fue negativa en un total de USD 12.871 millones, aun viéndose limitada parcialmente por la imposición del "cepo" cambiario. Si bien la compra neta de divisas continuó, las salidas por "otros conceptos" como préstamos del BIS y otros bancos centrales fueron muy significativas, totalizando erogaciones por USD 23.523 millones.

Base monetaria: factores de variación

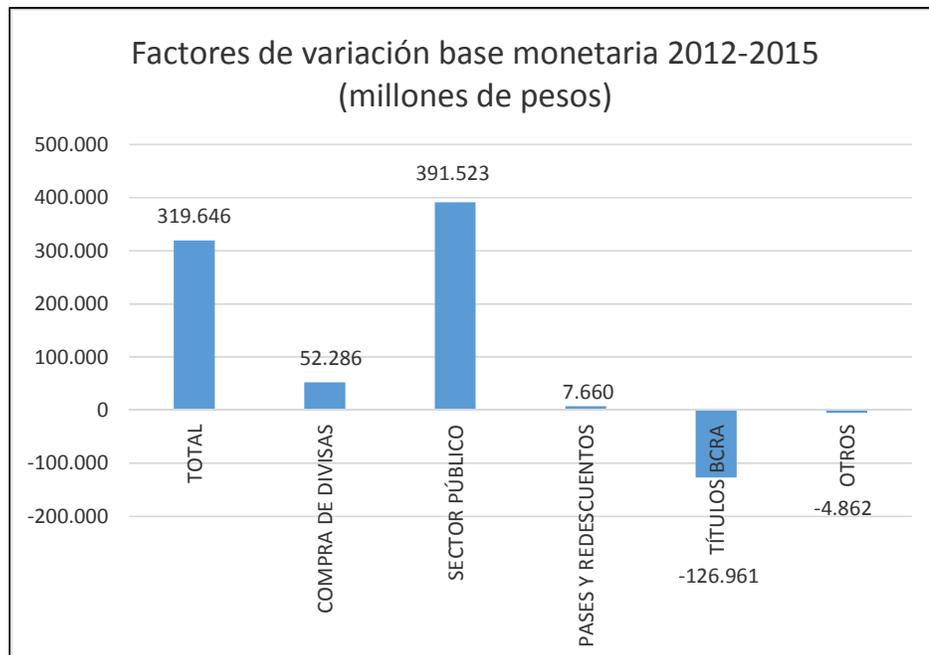
Una de las causas fundamentales de la inflación en Argentina ha sido la desmedida emisión monetaria que tuvo por objetivo, en una primera instancia, dinamizar la demanda agregada para generar reactivación, pero luego se convirtió en la fuente de financiamiento de un creciente déficit fiscal, generando así presión sobre los precios.



Entre 2003 y 2008, la base monetaria tuvo una variación de \$80.298 millones. El principal factor de expansión fue la compra de divisas, totalizando \$140.134 millones. Esta expansión fue, en parte, esterilizada por operaciones de Títulos del BCRA (LEBAC y NOBAC) por \$14.482 millones y operaciones de pases y redescuentos por \$32.342 millones. De todos modos, las mismas no lograron evitar la fuerte expansión de base monetaria, que en un momento de alta capacidad ociosa y recesión, pudo ser efectiva como incentivo a la demanda y, de ese modo, al crecimiento económico. En el rubro "Otros" se explica el aumento de base monetaria por rescate de cuasimonedas introducidas luego de la crisis de 2001-2002.



Entre 2009 y 2011, se dio nuevamente un fuerte aumento en la base monetaria, por un total de \$113.473 millones. Del mismo modo que en el periodo anterior, la compra de divisas fue un factor fundamental en el incremento de la base monetaria, aportando \$72.239 millones. La financiación del déficit fiscal también contribuyó con \$52.257 millones. Un monto bastante despreciable en comparación a la expansión, fue contrarrestado con colocación de letras del BCRA por \$7.703 millones y pases y redescuentos por \$693 millones. Por lo tanto, fue un periodo en el cual la monetización del déficit público explicó buena parte del aumento de la base monetaria y el gobierno dejó de ser un factor de contracción de la misma.



Entre 2012 y 2015 se dio nuevamente una fuerte expansión en la base monetaria de \$319.646 millones. La compra de divisas fue positiva como en los periodos anteriores, pero la mayor causa de la expansión monetaria fue el financiamiento al Sector Público, totalizando \$391.523 millones. Como en los periodos anteriores, el BCRA intentó esterilizar una parte de la misma con colocaciones de Títulos del BCRA (\$126.961 millones) pero no fueron suficientes para contener la expansión.

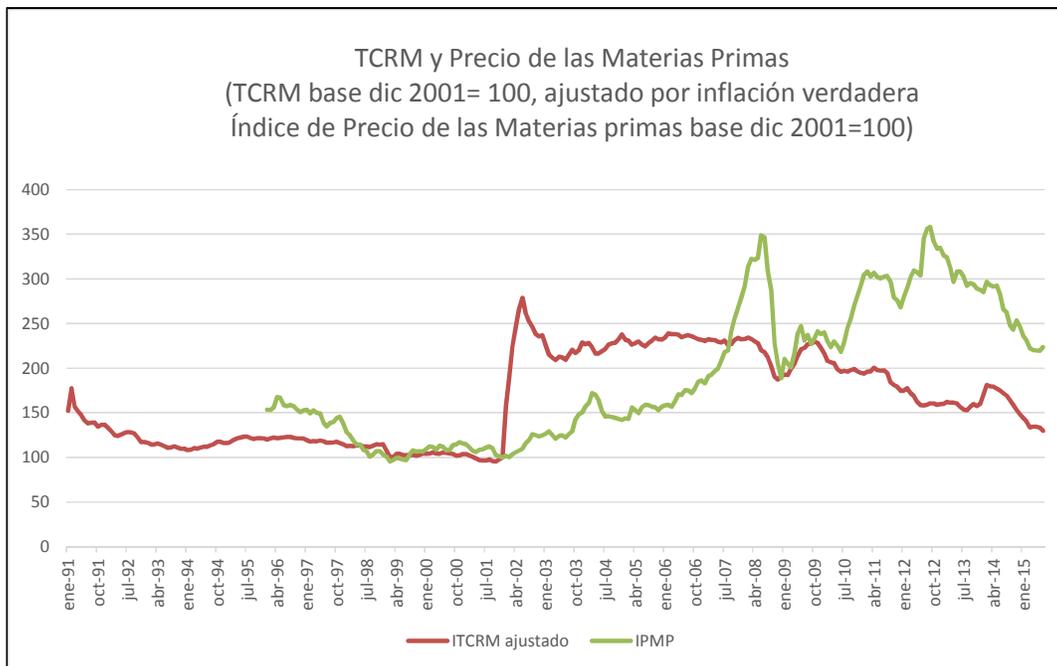
Tipo de cambio real: ¿cómo recuperar competitividad?

Actualmente, dada la decisión del gobierno de mantener el tipo de cambio oficial artificialmente bajo, se debate mucho sobre la necesidad de una devaluación nominal para recuperar competitividad ante la creciente inflación. Ahora bien, un correcto análisis del tema implica enfocarse no sólo en un ajuste nominal del tipo de cambio, sino en su efecto sobre el tipo de cambio real, que es el que verdaderamente influye sobre la competitividad.

El tipo de cambio real mide la relación entre el precio de los bienes transables y no transables de una economía. Es decir, cuando el tipo de cambio real sube, aumenta el precio relativo de los bienes transables en relación a los no transables. Al comparar la evolución del índice de tipo de cambio real multilateral (ITCRM) con el índice de precios de las materias primas (IPMP) se

puede observar que en nuestro país, a partir de fin de 2001 (fin de la convertibilidad) se dio una suba importante del precio de las materias primas (bienes transables) y una estabilidad del TCR hasta mediados de 2008. Eso indicaría que si bien el precio de los no transables ("proxy" de los costos laborales) estaba en aumento, no contrarrestaba en su totalidad a la suba del precio internacional de los commodities con un tipo de cambio nominal relativamente planchado. A partir de 2009 y hasta mediados de 2012, aun con precios de materias primas (bienes transables) en suba, el tipo de cambio real comenzó a deteriorarse, indicio de que los costos laborales locales expresados en dólares fueron en ascenso.

Finalmente, con posterioridad a 2012, tanto los precios de las materias primas como el TCR se mostraron en descenso. Por lo tanto, la devaluación nominal que tuvo el peso en ese periodo no alcanzó para contrarrestar la pérdida de competitividad por el lado de los costos, de modo que el TCR se mostró en baja. En el gráfico de abajo puede observarse la interacción entre el índice de materias primas y el índice de tipo de cambio real multilateral ajustado por la inflación "verdadera".



El TCRM ajustado por inflación verdadera se encuentra actualmente en un nivel de 130, mientras que el promedio desde enero de 1991 a la fecha es de 164,4.

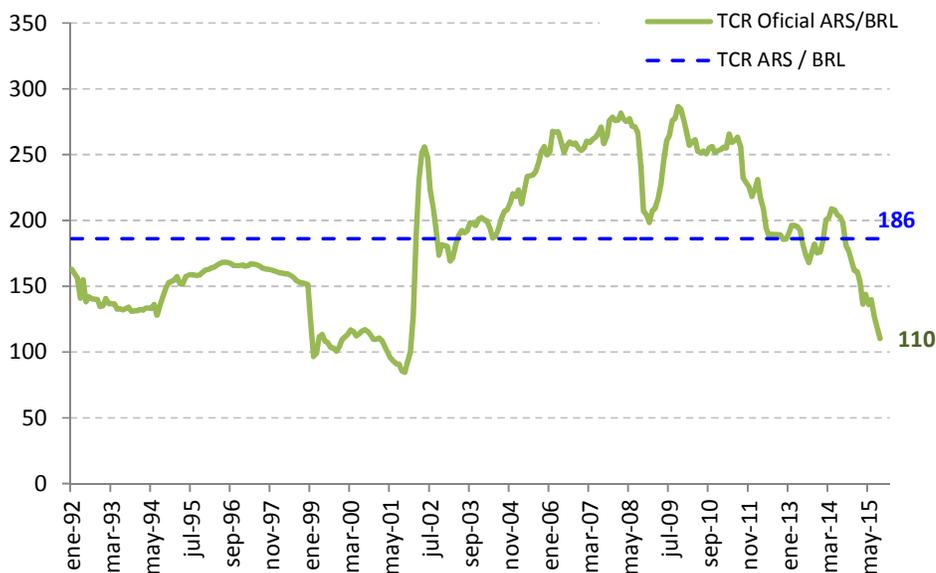
Por lo tanto, el atraso cambiario que surge de dicha comparación es de aproximadamente 26,5%.

Además del tipo de cambio real multilateral, que mide el valor real del peso en relación a las monedas de sus principales socios comerciales y pondera a las monedas según su participación en el comercio total (exportaciones más importaciones) de nuestro país, es necesario realizar medidas de tipo de cambio real bilateral, es decir, con monedas particulares, como lo son el real brasilero y el dólar estadounidense. Al calcular valores históricos y compararlos con el actual, se pueden obtener conclusiones sobre la devaluación necesaria para alcanzar nuevamente dichos niveles de tipo de cambio real.

Para que el TCR (medido contra el dólar) esté en el nivel promedio del período 1970-2015, el TCN oficial debería devaluar un 37% (pasando de 9,35 a 12,82). El actual nivel de TCR medido contra el dólar y con la inflación verdadera, es exactamente el mismo que al final de la convertibilidad y sólo un 10% más competitivo que el del promedio del periodo 1991-2001.

TCR Bilateral oficial Argentina - Brasil y promedio

Dic-01=100. Desde Enero 1992 hasta Sep-15 (est.)



La moneda de Brasil, el principal socio comercial de nuestro país, se ha venido devaluando fuertemente desde los 2,36 BRL/USD de diciembre 2013 hasta los 4 actuales. Por lo tanto, para que el TCR comercial bilateral Argentina-Brasil

retorne al nivel promedio de largo plazo (periodo comprendido entre 1992-2015), habría que devaluar el TCN oficial comercial un 69% (pasando de 9,35 a 15,8). Para que retorne al promedio del periodo 2002-2014 habría que devaluarlo un 105% (pasando de 9,35 a 19,2).

Habiendo analizado en detalle los ajustes de tipo de cambio nominal necesarios para retomar diferentes niveles históricos de TCR tanto bilateral como multilateral y observando los altos niveles de devaluación del tipo de cambio nominal necesarios para retomar niveles promedio, cabe hacer una aclaración muy importante sobre este tema. La devaluación no es el único instrumento idóneo para lograr una depreciación en el tipo de cambio real ya que, en el largo plazo, el equilibrio genera una suba similar de los precios y de las variables nominales como lo son los salarios, perdiéndose así toda la ganancia de competitividad obtenida. Por lo tanto, el tipo de cambio real, al ser un precio relativo, debe ser modificado por variables reales, como lo es principalmente la productividad. Para lograr una mejora en el TCR, es necesario crear condiciones de mejora en la productividad y por ende, de baja de costos laborales y de producción. Esto se logra con mejor infraestructura, mejora en los recursos humanos, reducción de costos de logística, y otras cuestiones, que son un desafío pendiente de cara al futuro.

Conclusiones

La economía Argentina ha atravesado, luego de la crisis de 2001, tres etapas bien diferenciadas en cuanto a las políticas económicas aplicadas y las variables monetarias y económicas resultantes. En primer lugar, el periodo 2003-2008 fue, sin dudas, exitoso si se lo juzga por la recuperación de reservas internacionales gracias a la recomposición del sector exportador y la emisión monetaria controlada. Luego de la crisis internacional de 2008, y por problemas locales, comenzó un periodo de estancamiento en la acumulación de divisas, cuyo resultado fue la imposición del cepo cambiario en 2011. A partir de allí y hasta la actualidad, se dio un proceso de deterioro y pérdida de reservas, con alta emisión monetaria para financiar un creciente déficit fiscal y que generó una inflación superior al 25% anual que socavó la competitividad externa medida por tipo de cambio real.

De cara al futuro, la recomposición de reservas, el control de la emisión monetaria para bajar la inflación y la recuperación de la competitividad externa

serán desafíos que el próximo gobierno deberá enfrentar y solucionar para recuperar el sendero de crecimiento de la economía argentina. Esto requerirá de equipos económicos ingeniosos, que claramente apunten a una reducción del déficit fiscal y la inflación (con una reducción de los subsidios a quienes no los necesiten y los gastos superfluos del Estado para controlar la emisión monetaria), la eliminación del cepo cambiario vía un shock de confianza que permita atraer dólares vía deuda o repatriación de capitales), y un tipo de cambio competitivo que permita nuevamente un superávit del sector externo y balanza de pagos como hubo a principios del gobierno kirchnerista. No es fácil lo que viene, claro está, pero es alcanzable con credibilidad y buen manejo de las políticas económicas necesarias y urgentes.

[Volver al Índice](#)
