



UCA

Facultad de Ciencias Económicas-
Departamento de Investigación "Francisco Valsecchi"

Programa de Desarrollo e Instituciones

Informe Macroeconómico y de Crecimiento Económico

Año 14 – Número 2

Setiembre 2015. Fecha de elaboración: 30/09/15

Ensayos

Indice

¿Estamos preparados para una economía mundial adversa? Por Nicolás Bridger.....	3
Un comentario sobre la necesidad de incrementar las exportaciones y el rol de la región Por Gonzalo de León.....	7
Reservas débiles, emisión monetaria alta y atraso cambiario: herencia y desafíos para el próximo gobierno Por Tomás Oberst.....	14

El programa de Desarrollo e Instituciones realiza investigación sobre cuestiones del desarrollo económico y la economía institucional argentina y latinoamericana. El Informe Macroeconómico y de Crecimiento Económico (IMC) analiza la coyuntura macroeconómica nacional, latinoamericana y mundial, como así también cuestiones más estructurales de la economía, desde un enfoque de crecimiento y desarrollo económico.

Editor: Dr. Ernesto A. O'Connor

Asistente de Edición: Andrés Martignano

Contacto: programadei@uca.edu.ar

Tel: 54-011-4338-0834

El contenido del presente informe es responsabilidad de sus autores y no compromete la opinión de la UCA. Se autoriza su reproducción citando la fuente. Los autores de los artículos publicados en el presente número ceden sus derechos a la editorial de la UCA, en forma no exclusiva, para que incorpore la versión digital de los mismos al Repositorio Institucional de la UCA, como así también a otras bases de datos que considere de relevancia académica.

Resumen Ejecutivo

¿Estamos preparados para una economía mundial adversa?

Por Nicolás Bridger

El horizonte temporal de toma de decisiones del gobierno se redujo al mínimo, siendo su objetivo despedirse sin sobresaltos en algunas variables, sobretudo el tipo de cambio oficial. Por su parte, los debates políticos y económicos locales están teñidos por la campaña electoral. La apuesta de los candidatos es que el cambio de expectativas asociado al nuevo gobierno será suficiente para atraer capital extranjero y de esa manera volver a un sendero de crecimiento. La desaceleración de China, recesión en Brasil, bajos precios de commodities y posible suba de tasas en USA configuran un contexto externo complejo de cara al próximo gobierno. ¿Tenemos las herramientas de política económica para sortear el temporal?

Un comentario sobre la necesidad de incrementar las exportaciones y el rol de la región

Por Gonzalo de León

Ante el actual escenario de restricción externa que enfrenta la Argentina – fenómeno repetido en nuestra historia, tal como evidencia la primera de las citas que encabezan esta nota–, desde distintos sectores se plantean alternativas para aliviarla. Existen quienes sostienen que la solución para los problemas del Balance de Pagos pasa por la Cuenta Capital y Financiera (vía un mayor endeudamiento externo o atrayendo flujos de Inversión Extranjera Directa), mientras que otros apuntan a la Cuenta Corriente. En este punto se hace especialmente referencia a la necesidad de incrementar las exportaciones. En este sentido, cobra relevancia el estudio de la evolución reciente de las exportaciones del país y sus perspectivas futuras.

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

Por Tomás Oberst

En los 12 años de administración que comenzaron en 2003 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. 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.

Ensayos

¿Estamos preparados para una economía mundial adversa?

Nicolás Bridger¹

Introducción

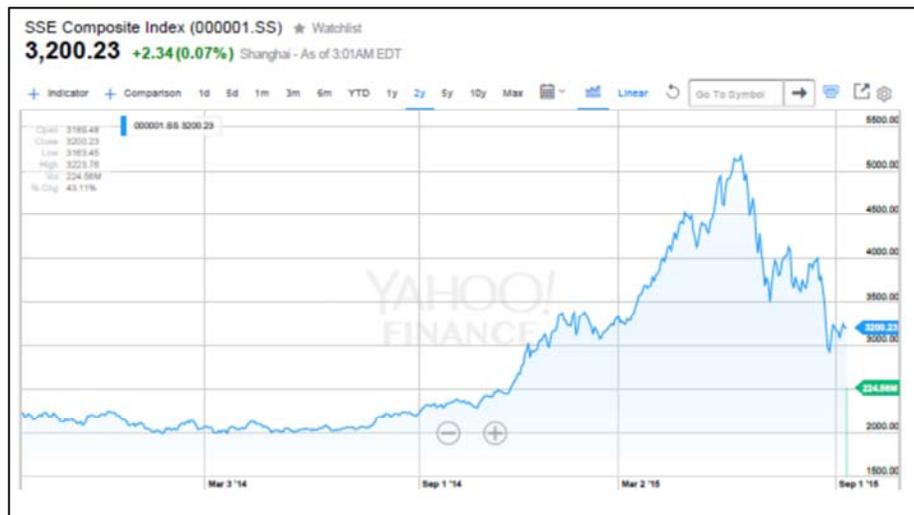
El horizonte temporal de toma de decisiones del gobierno se redujo al mínimo, siendo su objetivo despedirse sin sobresaltos en algunas variables, sobretudo el tipo de cambio oficial. Por su parte, los debates políticos y económicos locales están teñidos por la campaña electoral. La apuesta de los candidatos es que el cambio de expectativas asociado al nuevo gobierno será suficiente para atraer capital extranjero y de esa manera volver a un sendero de crecimiento.

Un elemento que está siendo minimizado (al menos en los análisis y debates públicos) y que constituye uno de los componentes importantes a la hora de pensar la política macroeconómica del próximo gobierno es el contexto externo

¹ Lic. en Economía (UCA). Economista de Prefinex. nbridger@prefinex.com.ar

con el que se enfrentará el equipo económico. En este sentido, el colapso de la bolsa china encendió las alarmas sobre el estado de la economía global.

La suba de más del 60% observada en la bolsa china durante el primer semestre del año se revirtió en un par de meses, a pesar de diversas medidas orientadas a evitar este desenlace. Por ejemplo, se limitaron las ventas de acciones (llegando inclusive a amenazar con encarcelar a quienes vendían acciones) y las autoridades monetarias redujeron la tasa de interés. Si bien la suba tenía componentes de burbuja, la caída no deja de ser preocupante. No por un efecto ingreso sobre el consumo sino porque el comportamiento bursátil está señalando una desaceleración del crecimiento económico de China mayor al esperado, lo cual también se está reflejando en el precio de los *commodities* (minerales, petróleo, productos agrícolas).



El impacto se está haciendo sentir en los países que exportan los productos que demanda China, siendo el caso más notorio el de Brasil. En un marco de bajo crecimiento, el shock externo dejó al descubierto las fragilidades de su economía. El resultado: fuerte devaluación, rebaja de su nota crediticia y un ajuste fiscal en el medio de la recesión.

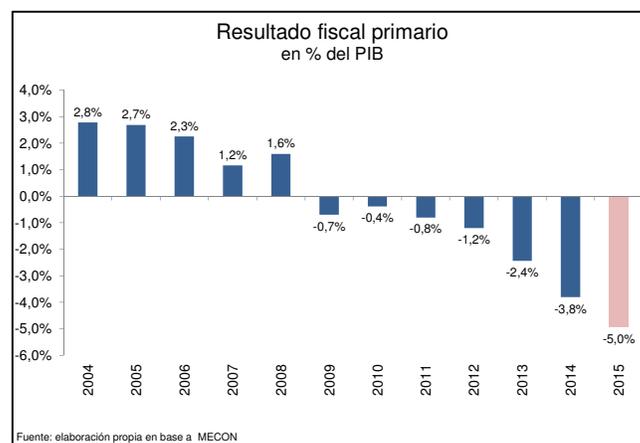
En paralelo a esto encontramos el flirteo de las autoridades de la FED con subir la tasa de referencia después de siete años de tasa cero, lo cual de producirse no haría más que agravar la salida de capitales de los mercados emergentes.

La desaceleración de China, recesión en Brasil, bajos precios de *commodities* y posible suba de tasas en USA configuran un contexto externo complejo de cara al próximo gobierno. ¿Tenemos las herramientas de política económica para sortear el temporal? Resulta ilustrativo comparar la fortaleza de la economía local con la situación en 2008/09, cuando se retomó rápidamente un sendero de crecimiento luego de la crisis.

Política fiscal

Antes del estallido pos-Lehman el gobierno nacional presentaba una sólida posición fiscal, que junto con una balanza comercial robusta constituían los renombrados superávits gemelos. Desde 2009 en adelante, el gobierno sistemáticamente e independientemente de la fase del ciclo macroeconómico incrementó el gasto primario por encima de los ingresos. El 2015 cerraría con un déficit primario del orden del 5% del PIB, dejando poco margen para realizar una política fiscal anti cíclica.

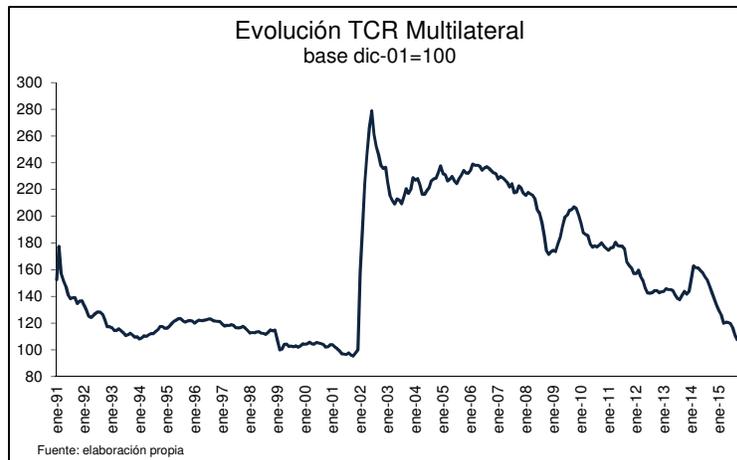
Asimismo, el financiamiento de este déficit vía emisión no sólo condiciona la política monetaria sino que constituye un factor de desestabilización. Por ende incrementar el déficit con este mecanismo de financiamiento puede tener un efecto adverso sobre el nivel de actividad.



Política monetaria

Las reservas internacionales que son el seguro por excelencia ante shocks externos estaban en USD 50.000 millones en 2008, mientras que actualmente están en el orden de los USD 30.000 millones y no todas son utilizables.

Por su parte, el tipo de cambio real se encuentra actualmente en un nivel cercano al de la salida de la convertibilidad. En el último año el ritmo de apreciación se aceleró producto de la estabilidad de la cotización del peso frente al dólar en un contexto de depreciaciones del resto de las monedas contra el dólar. Esto no hace más que alimentar las expectativas de devaluación, lo cual haría contraproducente una baja de las tasas de interés en pesos.



En resumen, el elevado déficit fiscal, la expectativa de devaluación y un nivel bajo de reservas condicionan las posibilidades de realizar una política macroeconómica contra cíclica si el contexto externo empeora.

Reflexiones finales

En este sentido una economía global más débil obliga a ser prudentes respecto a la posibilidad de que la entrada de capitales sea el elemento revitalizador de la actividad local. En primer lugar por la tendencia al *flight to quality* durante momentos externos turbulentos y en segundo porque la atracción de flujos de IED requerirá de perspectivas de rentabilidad futura, lo cual engloba cuestiones como el tipo de cambio, carga impositiva y posibilidad de distribuir dividendos. Es decir que apostar a la "lluvia de dólares" no es realista si no se observan respuestas concretas respecto a los desequilibrios macroeconómicos.

Reconocer y entender las fuentes de fragilidad de la economía es un primer paso para diseñar una política macroeconómica que ayude a resolver y no agrave los desafíos que plantea un contexto externo diferente al de los últimos años.

[Volver al Índice](#)

Un comentario sobre la necesidad de incrementar las exportaciones y el rol de la región

Por Gonzalo de León²

“El país atraviesa el grave proceso de estrangulamiento exterior de su economía tantas veces mencionado por no haber alentado sus exportaciones y por no haber seguido una política de sustitución de importaciones tanto en petróleo como en materias primas e intermedias y en maquinaria y equipos productivos.”

(El desarrollo económico de la Argentina, CEPAL, 1958)

“El Mercosur está muerto”

(Declaración reciente de Rubens Barbosa, presidente del Consejo de Comercio Exterior de la Federación de la Industria de San Pablo, Brasil)

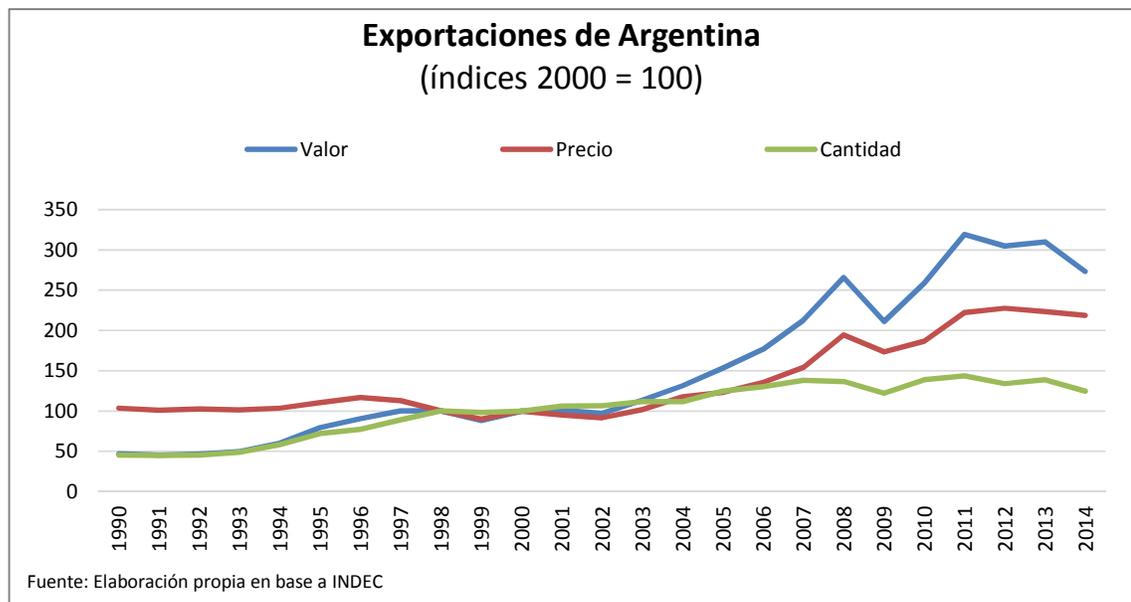
Introducción

Ante el actual escenario de restricción externa que enfrenta la Argentina – fenómeno repetido en nuestra historia, tal como evidencia la primera de las citas que encabezan esta nota–, desde distintos sectores se plantean alternativas para aliviarla. Existen quienes sostienen que la solución para los problemas del Balance de Pagos pasa por la Cuenta Capital y Financiera (vía un mayor endeudamiento externo o atrayendo flujos de Inversión Extranjera Directa), mientras que otros apuntan a la Cuenta Corriente. En este punto se hace especialmente referencia a la necesidad de incrementar las exportaciones, dado que la sustitución de importaciones –más allá del sector energético– posiblemente no tenga mayor margen para operar y más temprano que tarde

² Licenciado en Economía (UCA) y Magíster en Economía Aplicada (UTDT). Economista en la Cámara Argentina de Comercio. Docente universitario (UCAECE y UTDT). gonzaleon87@hotmail.com

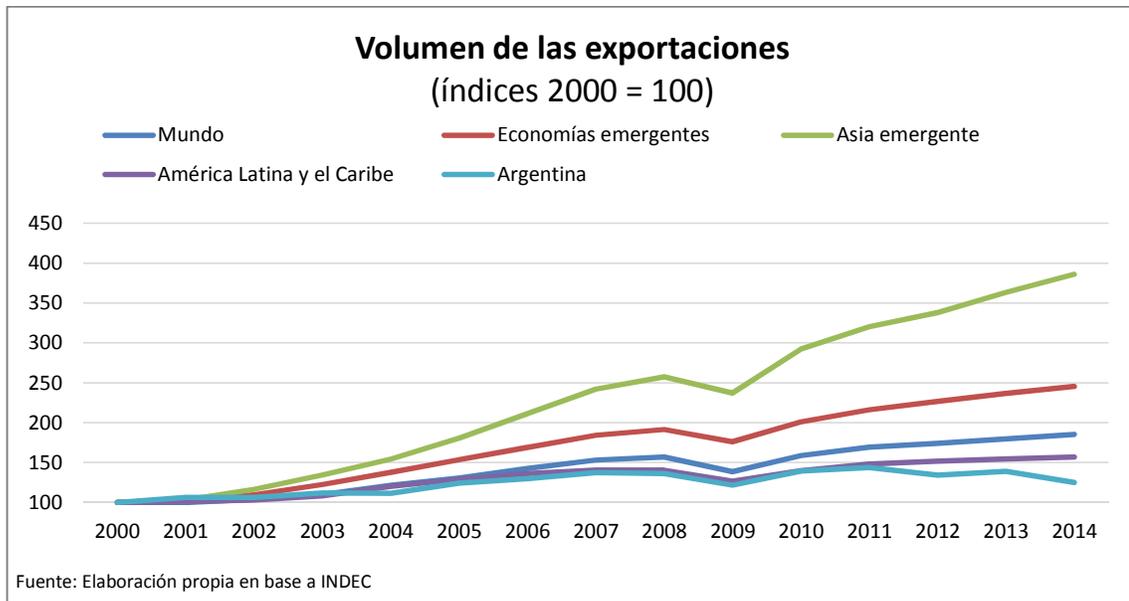
encontrará su límite –amén de que conforme los países crecen lo natural es que las importaciones aumenten y no que se reduzcan–. Incluso los que enfatizan la necesidad de mayores flujos de capitales en el corto plazo, reconocen que en el mediano plazo se requerirá de mayores ventas externas para poder retribuir a ese capital, ya sea mediante intereses –en el caso de que tome la forma de endeudamiento– o utilidades –en caso de que se trate de inversiones directas–. En este sentido, cobra relevancia el estudio de la evolución reciente de las exportaciones del país y sus perspectivas futuras.

Los datos muestran que en los años 2000 se ha registrado una fuerte expansión del valor exportado por Argentina. En concreto, entre 1999 y 2011 (año en que las ventas exteriores argentinas alcanzaron un máximo), las exportaciones medidas en dólares avanzaron un 261%. Al descomponerse esta variación –según los datos del Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC)–, se observa que fue producto de una suba de 46% de las cantidades vendidas y de un crecimiento de los precios de 147%. Esto deja en claro uno de los puntos flojos del desempeño exportador argentino reciente: el relativamente bajo crecimiento de las cantidades vendidas.



Por otra parte, si se calcula la evolución de las exportaciones medidas en volumen para algunas regiones y se la compara con Argentina, el comportamiento aparece aún como más pobre. En concreto, tomando los datos publicados por el Fondo Monetario Internacional (FMI), entre 2000 y 2014, las exportaciones de Argentina a precios constantes avanzaron a un magro 1,6%

promedio anual, no solo muy por debajo de Asia emergente (que avanzó al 10,1% anual), sino también por debajo del promedio de las economías emergentes (6,6%), del total mundial (4,5%) e incluso del promedio de América Latina y el Caribe tomados en su conjunto (3,3%).



Ante el escenario actual, en el que los precios evidencian una reversión de la suba antes señalada (cayeron 1,8% en 2013, 2,1% en 2014 y en los primeros siete meses de 2015 registraron un retroceso de 17% respecto a igual período del año anterior), la expansión de los volúmenes exportados se consolida como el camino para expandir el valor exportado y de este modo incrementar la capacidad de importación en el mediano plazo, sin confiar en una improbable mejora continua de los términos del intercambio.

¿Asia o América Latina?

Al pensar en incrementar las exportaciones se piensa frecuentemente en economías emergentes de Asia como posibles destinos, como China, India y Rusia. No solo por el potencial que estos países presentan, sino también porque han resurgido –no solo en Argentina, sino en países vecinos– las críticas a las ideas del regionalismo, en particular dirigidas hacia el Mercosur. Esto último se explica tanto por cuestiones políticas (los rasgos dictatoriales de un gobierno como el de Venezuela, país recientemente incorporado al bloque), como por el pobre desempeño económico y comercial de algunos países de la zona, que hace que en algunos de ellos se fortalezcan las posturas contrarias a la integración regional (sirva de referencia que recientemente el presidente del Senado de

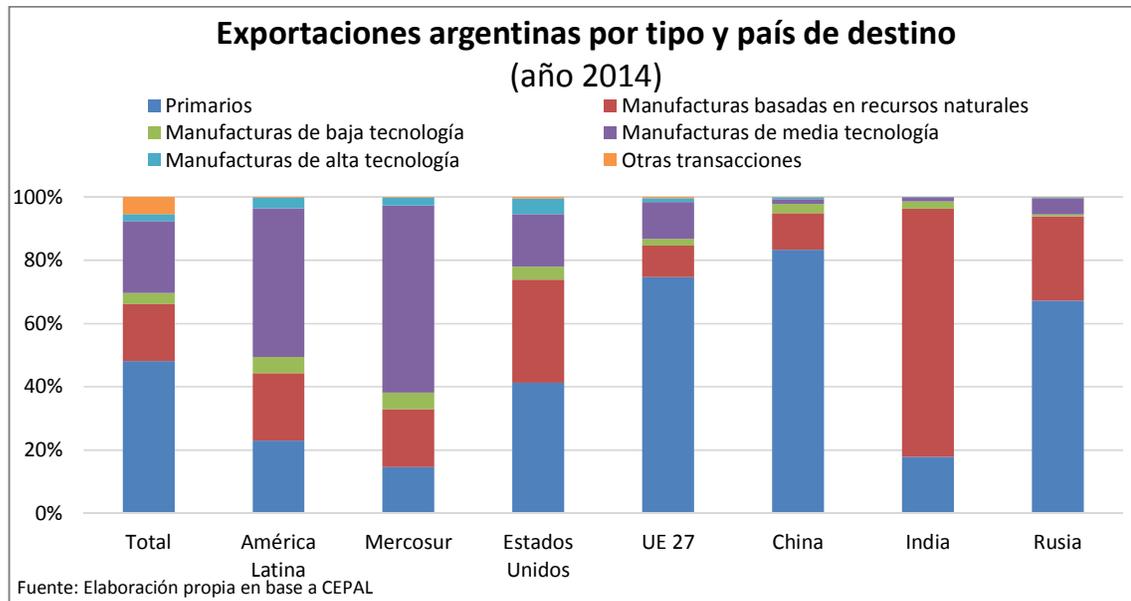
Brasil planteó que su gobierno debería proponer abandonar el Mercosur para tener las manos libres para buscar otros acuerdos comerciales sin el apoyo de sus socios). A lo anterior deben sumárseles las notorias dificultades para consensuar –entre los socios del bloque– una lista común de productos para incluir en la negociación de un tratado de libre comercio con la Unión Europea; y el hecho de que otros importantes países latinoamericanos –Chile, Colombia, México y Perú– planteen un enfoque alternativo, mucho más abierto al mundo –menos proteccionista–, en el marco de la Alianza del Pacífico. Todo esto ha potenciado las visiones negativas sobre el bloque regional –tal como la reflejada en la segunda cita que encabeza esta nota– y ha dado impulso al interés por las economías de Asia como potencial destino de las exportaciones argentinas.

En este sentido, puede señalarse que en las últimas décadas se registró un fuerte incremento de las ventas argentinas hacia esas naciones, que ganaron participación dentro de los destinos de las exportaciones locales. En concreto, pasaron de tener una incidencia de algo más de 2% a comienzos de los años 90, a ubicarse en torno al 10% en los últimos años. Si bien al momento de escribirse esta columna estas economías enfrentaban una situación económica desmejorada, existe bastante consenso en que cuentan con potencial para seguir creciendo en el mediano plazo, lo que implica que su demanda de importaciones también se incrementará.

Sin embargo, antes de concluir que en Asia reside “la solución” para mejorar el desempeño exportador argentino, debe considerarse que las exportaciones argentinas hacia esas economías están fuertemente concentradas en productos de escaso valor agregado. Un análisis a nivel de productos o de sectores sin duda excedería por mucho el espacio de esta columna, pero es posible presentar aquí algunos datos sintéticos que muestran el tipo de bienes exportados y hacer algunas reflexiones al respecto.

La Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), dependiente de las Naciones Unidas, ha desarrollado una plataforma informática que permite agrupar los productos comerciados entre países de acuerdo a su componente tecnológico, obteniendo así cinco categorías de bienes. De acuerdo a las cifras que pueden obtenerse mediante este sistema, se encuentra del total exportado por Argentina en 2014, el 48,1% correspondió a Productos primarios, en tanto que el 18% fueron Manufacturas basadas en recursos naturales. El 3,6% fueron Manufacturas de baja tecnología, el 22,7% Manufacturas de tecnología media y

el 2,1% Manufacturas de alta tecnología. El restante 5,5% correspondió a la categoría Otras transacciones (que incluye a la exportación de energía eléctrica, oro, obras de arte, entre otros ítems especiales).



Al analizar con este sistema las exportaciones argentinas hacia China, se observa que estuvieron compuestas en un 83,3% por Productos primarios y en un 11,6% por Manufacturas basadas en recursos naturales. Por otra parte, un 2,9% correspondió a Manufacturas de baja intensidad tecnológica, un 1,5% a Manufacturas de tecnología media y apenas un 0,7% a Manufacturas de alta tecnología. En el caso de las ventas hacia India, los Productos primarios representaron un 17,9%, en tanto que las Manufacturas basadas en recursos naturales tuvieron una incidencia de 78,3%. En lo que respecta a las exportaciones hacia Rusia, en tanto, los Productos primarios sumaron el 67,3%, mientras que las Manufacturas basadas en recursos naturales representaron un 26,6%. Lo anterior deja en claro que las ventas hacia esos países están sesgadas hacia Productos primarios o Manufacturas basadas en recursos naturales, algo que *per se* no es ni bueno ni malo, pero que debe ser tenido en cuenta al momento de pensar en estos países como destino de nuestras ventas.

Debe reconocerse que el objetivo de incrementar las exportaciones mediante mayores volúmenes vendidos difícilmente pueda lograrse mediante un crecimiento extensivo de la producción primaria –o de las manufacturas simples en ella basadas–, que en Argentina se encuentra muy concentrada en el sector agropecuario –enfrentado a la restricción dada por el factor tierra–. Esto en

modo alguno significa desconocer las posibilidades de expansión de la producción agrícola y las exportaciones de este origen, pero sí señalar que para producirse, ésta necesariamente requerirá de sucesivas mejoras tecnológicas – que a la luz de los avances en los campos de la biotecnología se vislumbran como técnicamente viables, pero que requieren de un marco institucional adecuado que fomente su adopción–.

Sin perjuicio de lo anterior, hay quienes sostienen que no debería concentrarse demasiado la estructura exportadora en la producción primaria sino que sería deseable expandir también las exportaciones industriales. Lógicamente, esto no implica que deban desconocerse ni desaprovecharse las oportunidades que ofrecen los mercados que demandan nuestras materias primas. Sin dudas es razonable y deseable aprovechar nuestra ventaja comparativa para la producción agropecuaria –derivada de la calidad de nuestro suelo y de las bondades del clima–. Pero también luce sensato pensar que la expansión sostenida de las exportaciones no debe recaer exclusivamente sobre los bienes primarios sino que también deberían expandirse otras ventas –en particular las de manufacturas industriales–, más aún si lo que se quiere no es simplemente generar dólares comerciales sino también asegurar altos niveles de empleo y de productividad, algo que suele darse a través de la diversificación de la estructura productiva.

Y es en este punto donde la estrategia de incrementar las exportaciones a través de mayores ventas hacia las potencias asiáticas muestra sus flaquezas, dada la dificultad de colocar productos con un cierto grado de elaboración en esos mercados. En este sentido puede mencionar un caso que ha tenido bastante repercusión, que consistió en la decisión de China de reemplazar sus compras provenientes de Argentina de aceite de soja –ni siquiera se trataba de una manufactura industrial, sino un producto primario con una transformación relativamente simple– por el poroto sin procesar –para extraer luego el aceite en establecimientos chinos–. Estas ventas, que hacia 2009 representaban un monto en dólares similar al de sus importaciones de porotos de soja argentinos, cayeron drásticamente para representar actualmente apenas un 10% de aquellas.

Lo anterior ejemplifica la dificultad de colocar productos con mayor valor agregado en los mercados mencionados y vuelve necesaria una reconsideración de otras áreas como destinos de nuestras exportaciones, destacándose en particular el caso de América Latina. Sirva de referencia que los datos de 2014

muestra que en las ventas de Argentina hacia Latinoamérica las Manufacturas de media tecnología representaron un 46,9% del total (lo que contrasta con la incidencia en las ventas hacia China, India y Rusia, de 1,5, 1,3 y 5,1%, respectivamente). La participación de las manufacturas de baja y alta tecnología también fue superior en las ventas hacia América Latina que en las exportaciones hacia los tres países asiáticos mencionados. Limitando el análisis de las ventas hacia el Mercosur, las Manufacturas de media tecnología representan un 59,2% –y también se encuentra que el resto de las manufacturas industriales tiene una incidencia mayor que para los países asiáticos–.

Por otra parte, no deberían ser descuidadas las exportaciones de servicios, que en Argentina equivalen, según los últimos datos publicados por el INDEC, a un 19,5% del total de las exportaciones de bienes. Este tipo de ventas incluye a categorías tan disímiles como el transporte internacional de mercaderías, el transporte internacional de personas no residentes, el turismo receptivo, servicios jurídicos, contables, de ingeniería, de investigación, entre muchos otros. Estas exportaciones muy probablemente ganarán participación en el comercio exterior mundial en el futuro, conforme los servicios ganan participación en la canasta de consumo y su comercio internacional se hace más viable merced de los avances en las tecnologías de la información y las comunicaciones, y el acceso de un mayor número de personas al turismo internacional. Vale aquí también destacar el papel de la región: según informó el citado organismo estadístico el año pasado más del 70% de los turistas no residentes provino de algún país limítrofe.

En definitiva, puede afirmarse que la resolución sostenible del actual escenario de restricción externa que sufre Argentina requerirá de la expansión de los volúmenes exportados. Esto labor debería encararse con una mirada pragmática e inteligente, que apunte no solo a incrementar las ventas de aquellos productos primarios para los que el país está dotado por la naturaleza –y que encuentran en las potencias asiáticas un destino destacado–, sino también de las manufacturas industriales y de los servicios. En este sentido el rol de América Latina –y del Mercosur, como bloque regional del que Argentina es parte– se presenta como especialmente relevante.

[Volver al Índice](#)

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.



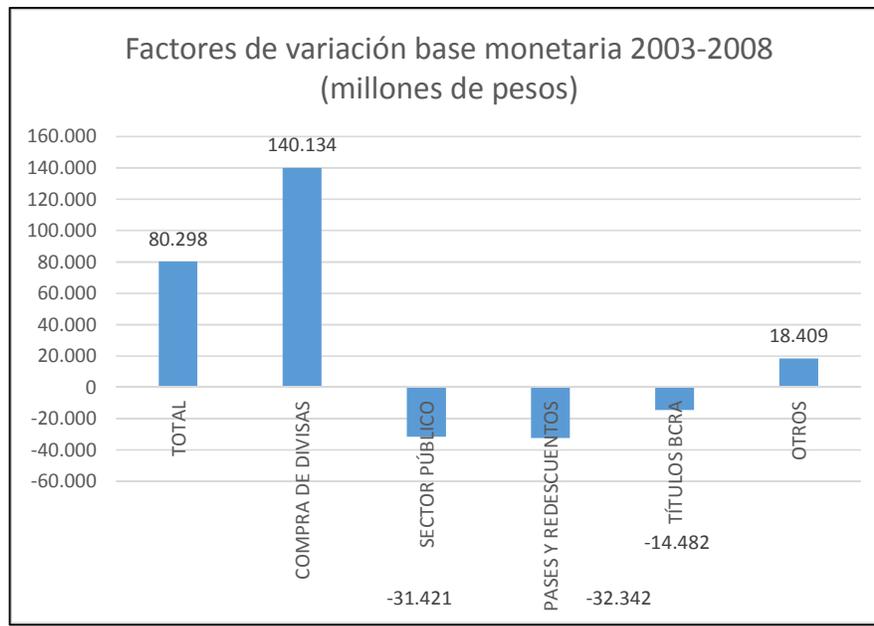
Entre 2009 y 2011, la variación de reservas fue prácticamente nula. Si bien la compra de divisas por parte del Banco Central generó un incremento de USD 18.440 millones, y también los organismos internacionales generaron ingresos de divisas por USD 4.245 MM, la modificación en la regulación de efectivo 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.



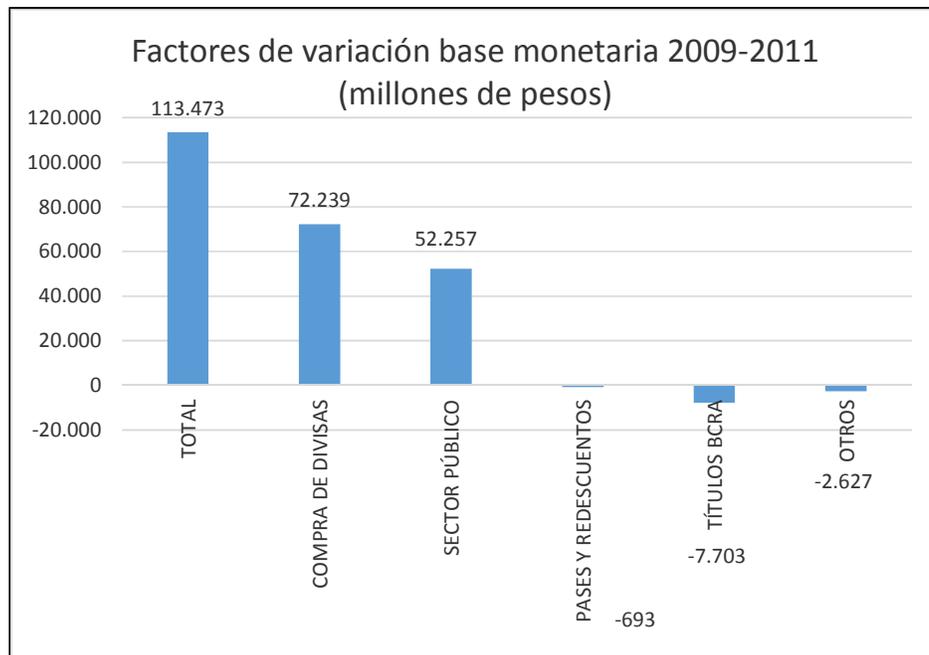
En el periodo comprendido entre 2012-2015, se revirtió la tendencia. La variación de reservas fue negativa en un total de USD 12.871 millones, aun viéndose limitada parcialmente por la imposición del "cepo" cambiario. Si bien la compra neta de divisas continuó, las salidas por "otros conceptos" como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

Base monetaria: factores de variación

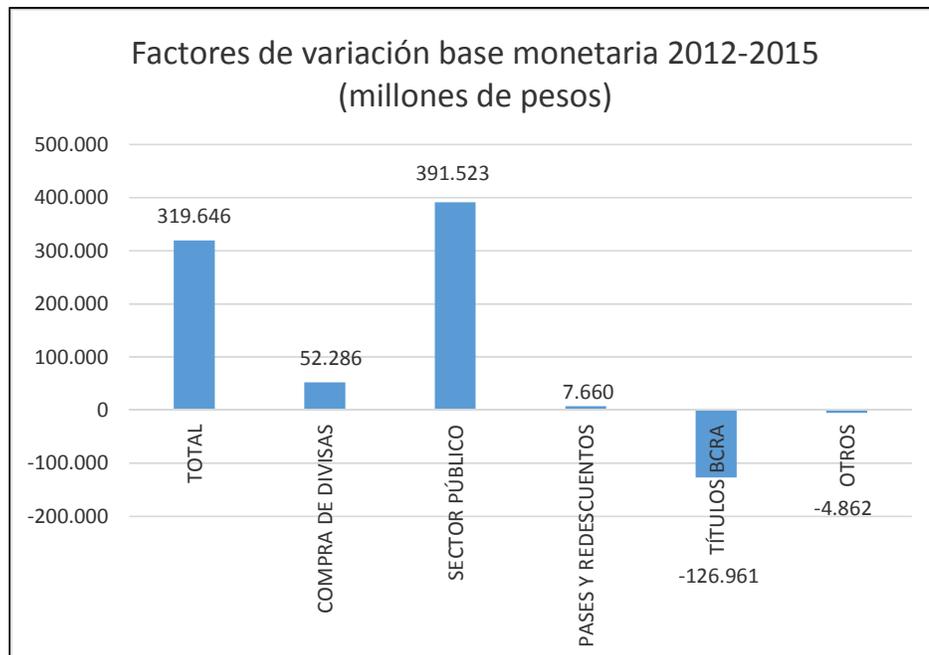
Una de las causas fundamentales de la inflación en Argentina ha sido la desmedida emisión monetaria que tuvo por objetivo, en una primera instancia, dinamizar la demanda agregada para generar reactivación, pero luego se convirtió en la fuente de financiamiento de un creciente déficit fiscal, generando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

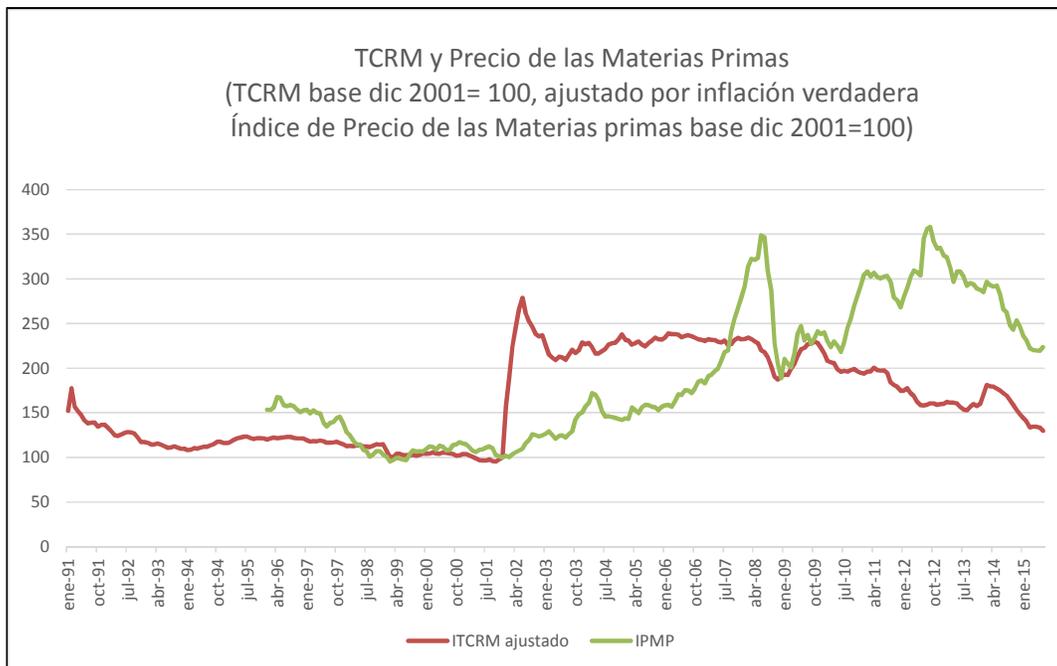
Tipo de cambio real: ¿cómo recuperar competitividad?

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.

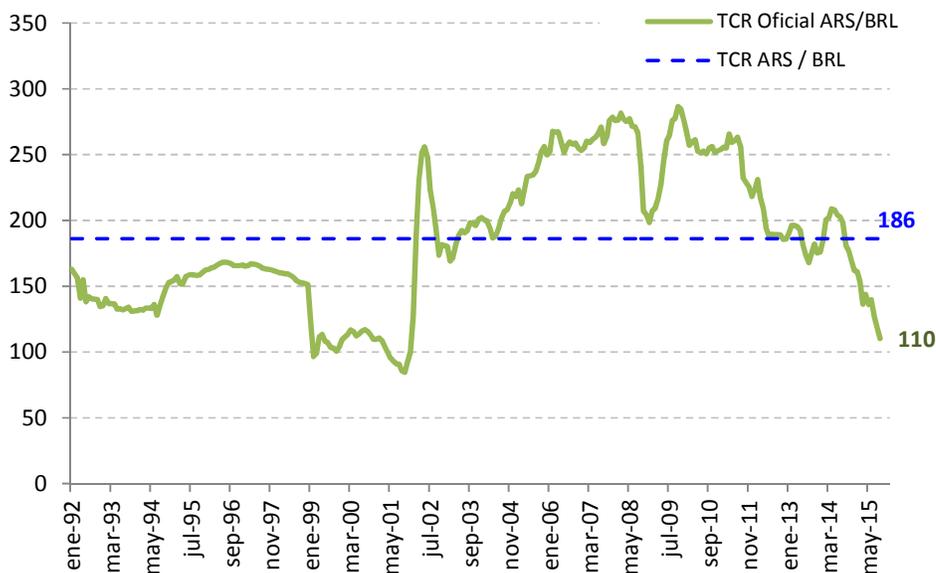
Por lo tanto, el atraso cambiario que surge de dicha comparación es de aproximadamente 26,5%.

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](#)
