

Sumario*Página 1*

Editorial: Solo un paso atrás

*Página 3*La apreciación cambiaria.
¿Hasta donde se sacrifica el
modelo?*Por Germán Saller**Página 9*El dólar y las tasas en el centro
de un modelo en definición*Por Leonardo Perichinsky**Página 16*Estimación del tipo de cambio
real de equilibrio en contextos
de sector externo
desequilibrado*Por Gastón Grimblatt***Staff****DIRECTOR**

Lic. Gerardo De Santis

CONSEJO EDITORIAL

Lic. Alfredo Iñiguez

Dr. Pablo Lavarello

Lic. Leonardo Perichinsky

Lic. Miguel Zanabria

EQUIPO DE INVESTIGACIÓN

Lic. Germán Saller

Lic. Rafael Selva

Lic. Julián Barberis

Lic. Agustina Battistuzzi

Dr. Alejandro Naclerio

Lic. Daniela Meroni

Lic. Gonzalo Peña

Lic. Cecilia Peluffo

Lic. Matías Mancini

Natalia Abdala

Entrelíneas de la Política Económica

En la editorial de la revista **Entrelíneas de la Política Económica** N°10 del mes de abril de este año, previo al desenlace en el senado de la propuesta oficial de retenciones móviles, desde el CIEPyC concluíamos que la ratificación o no de esta herramienta dividía aguas. Y que su implementación, o no, se traduciría en el inicio (solo el inicio) de un proceso de resolución (de duración indefinida) por la definición del régimen de acumulación de la post-convertibilidad. También decíamos que si las distintas fracciones del capital optaban por consolidar su base de negocios en actividades rentísticas a partir de la apropiación de las ventajas naturales del suelo, el final de la película sería un modelo de sociedad dual con inserción exportadora de materias primas, en la cual la mejora salarial dejaría de ser la vía de la distribución del ingreso dejando su lugar a los subsidios a la alimentación que aseguraran un saldo exportable a las cadenas agro exportadoras.

También sostuvimos en ese momento, que esta elección no se toma libremente sino condicionados por la capacidad que tiene una sociedad de imponer reglas del juego. Capacidad que no surge de la voluntad o éxito de una acción individual de gobierno, sino de la construcción de una base de sustentación apoyada en los sectores subalternos en la definición de un proyecto de país. Es decir, construirse con los sectores que potencialmente mejoraran su situación en caso de afianzarse un régimen de acumulación basado en el reparto del excedente por vía salarial y en la definición de un nuevo perfil de especialización. Estas capacidades surgirían entonces, del aumento del peso de los trabajadores y de los empresarios industriales en la economía, de su capacidad de organización y acuerdos a su interior y entre ellos.

En este conflicto quedó clara la diferencia entre Gobierno y Estado.

Potenciar el peso del salario y de la inversión industrial muestra las oportunidades y los desafíos para avanzar hacia un proyecto de desarrollo económico socialmente integrado. Tiene a favor procesos incipientes y aún limitados de estos últimos 5 años, que es necesario apuntalar:

» Una recuperación del empleo registrado, que entre 2004 y 2007 creció un 7% promedio anual, mientras que en el período 1980-2004 lo hizo a un 0,6% promedio anual. Se da, a su vez, un importante crecimiento del empleo, cuya tasa pasó del 30% en el promedio del año 2003 al 37,8% en el promedio de 2007 y la consecuente reducción de la tasa de desempleo, que pasó del 17,3% al 8,5% de la PEA entre los promedios de los años 2003 y 2007.

» Un importante proceso de nacimiento de empresas: hacia mediados de 2007, la cantidad total de empresas registradas (en los sectores industria, comercio y servicios) era de 476.000, superando en un 14% al máximo de 1998, con un aumento del tamaño medio en términos de empleo. El crecimiento de la actividad de estas empresas se encuentra vinculado a los sectores más dinámicos y refleja un gradual proceso de sustitución de proveedores externos de las terminales locales (en su mayoría autopartistas, agropartistas y otras industrias metalmeccánicas)

» El peso clave de la alianza con Brasil, que generó importantes inversiones

hundidas por empresas originarias de este país en Argentina, y que se traduce institucionalmente en el acuerdo automotriz recientemente reformulado con un mayor contenido de partes nacionales.

Estas son tendencias que deben valorarse en el análisis y que nos muestran que la definición del modelo está lejos de haberse resuelto. La iniciativa de reunir el consejo del salario por parte del gobierno refleja que las contradicciones siguen latentes.

Por otra parte, habrá que seguir bien de cerca la marcha de los mercados cambiario y financiero. La apreciación nominal de la moneda doméstica superior al 4% que propició el Banco Central durante estos últimos dos meses, en un contexto de inflación, va en la dirección contraria de lo que requiere un régimen de acumulación de base industrial.

A las cuestiones financieras y cambiarias dedicamos esta edición de la revista entrelíneas. En primer lugar, analizamos la evolución reciente de las principales variables monetarias. Destacamos que buena parte de las variables han normalizado su comportamiento en el último mes. Si bien el dólar bajó demasiado (un 4,2%), lo cual le quita margen de maniobra a la política cambiaria (y reduce la competitividad de la economía), al menos ahora parece haber frenado la tendencia decreciente. La tasa de financiación implícita que brinda el mercado de dólar a futuro también se observa normalizada en niveles más cercanos a las tasas del mercado interbancario. Sin embargo, la cobertura barata de dólar que promovió el Banco Central generó un sensible ingreso de capitales, por lo menos desde el sector bancario. Por su parte, a pesar de que todos los tramos de depósitos se han recompuesto (crecen ahora también los de menos montos, que fueron los que más cayeron durante estos meses) y los bancos muestran buenos indicadores de liquidez, las tasas siguen en niveles muy elevados. Si el BCRA vuelve a comportarse como antes del conflicto, la esperada liquidación de exportaciones debería generar un sensible incremento de la liquidez del sistema y hacer retroceder las tasas de interés a los niveles previos al 11 de marzo.

En este sentido, la política que adopte el BCRA en estos días será clave para la definición del rumbo del modelo. En la segunda nota de esta revista, que mide la evolución del tipo de cambio real multilateral durante el período 1999-2008, se verifica que ya no hay demasiado margen para que la autoridad monetaria continúe bajando el dólar. Una de las principales conclusiones de esa nota es que incluso si el dólar se mantiene en los niveles actuales, y persisten los niveles de inflación actual (doméstica, y de los principales países adonde exporta la Argentina), en aproximadamente un año estaríamos en niveles de competitividad similares a los del final de la Convertibilidad.

La tercera nota es un trabajo que realizó Gastón Adrián Grimblatt especialmente para la revista Entrelíneas. Allí se plantea una metodología para medir el valor del tipo de cambio en un contexto de flotación libre del dólar. Esta medición resulta central porque define el nivel de subsidio implícito del Estado a los exportadores. El principal resultado de la aplicación de tal metodología arroja que sin intervención del Banco Central el valor del dólar sería un 20% inferior.

La apreciación cambiaria. ¿Hasta donde resiste el actual esquema macro?

Germán Saller

Nuestro cálculo del tipo de cambio real multilateral arroja conclusiones preocupantes: si todo evoluciona como hasta ahora, con un dólar de 3 pesos, en un año estamos con los niveles de competitividad de finales de la convertibilidad. La presente nota analiza la evolución del Tipo de cambio real durante el período 1999-2008 en el contexto de la apreciación cambiaria de estos últimos meses.

Introducción

En los últimos 2 meses, la moneda argentina entró en un proceso de apreciación o ganancia del valor del peso frente al dólar: habiendo llegado a \$3,22 el 25 de abril, se estabilizó en un valor de \$3,05 en la primera quincena de julio, en el mercado minorista. El dólar vale menos o, lo que es lo mismo, el peso vale más. Esta estrategia va a contramano de uno de los pilares que sustenta el actual esquema macroeconómico que es lo que habitualmente se menciona como "tipo de cambio alto" o política de dólar caro.

En Entrelíneas de la Política Económica N°11, se analizaron los efectos financieros de la apreciación y las dos alternativas: si se trata de una trampa o engaño para los que especularon contra el peso durante el mes de junio (o de venganza frente a los exportadores de materias primas) o de los primeros indicios de un reposicionamiento de un nuevo esquema macroeconómico, de enfriamiento, tasas altas, apreciación y entrada de capitales.

Ahora bien, la reciente apreciación del peso ¿en qué medida atenta sobre la competitividad de la industria? ¿qué se espera que pase en el mediano plazo? ¿cómo será el reposicionamiento futuro? ¿Es un jaque al modelo o es un impasse para robustecerlo a posteriori? ¿Hasta dónde resiste el actual esquema una continuidad en la apreciación del peso?.

En la presente nota evaluamos cómo afecta la apreciación cambiaria reciente a la competitividad, en particular a la inserción de los productos manufacturados de origen industrial y estudiamos los distintos escenarios que pueden darse de continuar con la apreciación cambiaria bajo algunos supuestos del contexto nacional e internacional.

Mira el TCR y te diré que país eres

El Tipo de Cambio Real (TCR) con una diferenciación para la industria respecto del sector agrícola, es el principal sustento del esquema macroeconómico actual. Se plantean dos tipos de cambio diferenciales (una política heterogénea), dado que la economía argentina presenta una estructura productiva también diferencial (heterogénea).

El TCR mide el grado de competitividad de la economía. Un nivel alto de TCR implica que los precios en dólares de nuestros bienes son bajos y, por consiguiente, somos más competitivos

Una devaluación como la de Argentina desde 2002, no es la única variable que determina un TCR alto. Una devaluación afecta al Tipo de Cambio Nominal (TCN) pero no al Real. La devaluación elevó del valor del dólar pero no tiene en cuenta que si los precios internos aumentan, las ganancias de haber devaluado se licuan. Por otra parte, si los precios internacionales aumentan, eso refuerza el efecto de la devaluación. El TCR trata de medir la competitividad teniendo en cuenta la evolución de los precios internos y los precios internacionales. De allí que sea "real".¹

La función más importante de un TCR alto es que protege al sector menos competitivo (en nuestro caso, a la industria). Es decir, no sólo hace que los bienes domésticos sean más competitivos en el exterior, sino que lo más importante para es que, al sector menos desarrollado, se lo protege de los bienes sustitutos industriales producidos en economías con industrias más desarrolladas. De allí la necesidad de tener tipos de cambio diferenciales: uno que genere protección para el sector menos desarrollado (TCR alto) y otro más bajo que neutralice los superbeneficios que dicha política económica genera sobre el sector que es más competitivo por las condiciones de la naturaleza (TCR con retenciones para el sector primario).

El TCR tiene diferentes formas de medirse. Habitualmente cuando se habla de tipo de cambio generalmente se asocia con el valor del dólar. En realidad, el dólar constituye solo una moneda más con las cuales se transan los bienes. Ello sería así, si solamente midiésemos la relación del TCR únicamente con el bloque regional de Estados Unidos, o área del dólar en términos más generales.

Sin embargo, Argentina tiene un comercio que se ha diversificado en los últimos años.² Hay países con los cuales el país comercia, cuyas monedas se han revaluado y, al mismo tiempo, sus precios domésticos también se encuentran en un proceso de aumento, lo que amortigua la revaluación que genera el incremento de los precios internos en nuestro país.

Partiendo de su expresión básica (ver nota al pie 1), el TCR se puede perfeccionar diferenciando los TCN y los precios de los distintos países de destino de las exportaciones. Aquí gana importancia el concepto de TCR Multilateral (TCRM), que refleja la competitividad teniendo en cuenta el volumen de comercio que tenemos con todos los países o bloques del mundo.

En el gráfico 1 se aprecia la evolución del TCRM de las exportaciones manufactureras hasta el mes de mayo de 2008. El indicador se construyó teniendo como ponderador a la participación del comercio de los países de destino de dichas exportaciones durante el período 2005-2007. De acuerdo a la información disponible, fue posible identificar el 85% del total comercializado de MOI³.

Del gráfico 1 se desprenden 4 etapas diferenciadas. La primera corresponde al período 1999-2001, que arrastra la inercia de la convertibilidad. Es el período de menor competitividad de la serie analizada. La etapa se caracterizó por un peso extremadamente sobrevaluado equiparado a una moneda que al mismo tiempo se estaba revaluando en el mundo. Incluso también influye al comienzo de la serie la devaluación de la moneda brasileña que repercutió fuertemente, ya que casi el 50% de las MOI se comercializaban a Brasil. Este efecto se dio a pesar de la leve pero persistente deflación local que no alcanzó a compensar estos efectos.

1) El Tipo de Cambio Real (TCR) se define como :

$$TCR = \frac{TCN \times P^*}{P}$$

Donde TCN es el Tipo de Cambio Nominal, P* los precios internacionales y P los precios locales.

2) Ver Entrelíneas de la Política Económica N° 8

3) El llamado Tipo de Cambio Real Multilateral (TCRM) toma en el numerador el tipo de cambio nominal de un conjunto de países representativos del comercio con nuestro país y sus respectivos índices de precios. La importancia en el comercio de cada uno de dichos países respecto del total comercializado por Argentina, puede ser usado como ponderador de cada país dentro del indicador, como así también, la participación de exportaciones por país o región respecto del total exportado. En definitiva, la expresión sería la siguiente:

$$TCRM = \frac{\sum_{m=1}^n \alpha_m \times (TCN_m \times P_m^*)}{P}$$

Donde:

α_m = ponderador de comercio del país m

P_m^* = índice de precios del país m

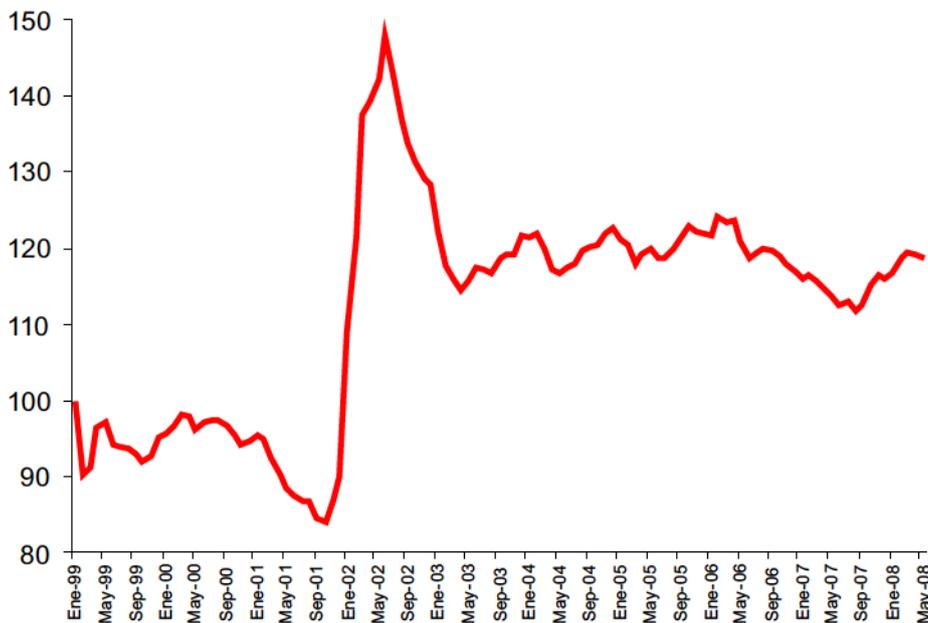
P = índice de precios local

TCN_m = valor en pesos de la divisa del país m

Gráfico N°1

Tipo de Cambio Real Multilateral. Para Exportaciones de Manufacturas Industriales (MOI).

Ene 1999-May 2008 (Base ene 1999=100)



Fuente: CIEPYC, sobre la base de datos del INDEC, Ministerio de Economía, CEI y estimaciones propias

La segunda etapa comienza con la devaluación de enero de 2002. Aquí principalmente el incremento de la competitividad es atribuible únicamente al comportamiento del TCN en los primeros meses. La competitividad de las MOI se incrementó un 76% en junio de 2002 cuando el dólar tocó los \$4 y a partir de allí y hasta abril de 2003, la sobre-reacción se atenuó merced al fuerte incremento de los precios domésticos y una estabilización del TCN a \$3. De todos modos la competitividad queda en un 25% más alta que el promedio del período 1999-2001.

La tercera etapa puede considerarse de cierta estabilidad de la evolución de la competitividad. Este período va desde mediados de 2003 (mayo) hasta mediados de 2007 (agosto). En dicha etapa, como aspectos positivos de la competitividad, se encuentra la apreciación nominal del Real, del Peso chileno y del Euro (monedas que aumentaron en pesos argentinos un 64%, 51% y 25%, respectivamente), a cuyas áreas se destinan casi el 60% de las exportaciones MOI de la Argentina. Como aspecto negativo, se considera el proceso inflacionario que fue en promedio más del doble de la inflación del resto de las economías, reflejando un incremento de costos domésticos superior.

Por último, se destaca una última etapa desde agosto de 2007 hasta abril/mayo de 2008, donde se gana cierta competitividad del 6%, merced a una aceleración de la revaluación nominal de las monedas de los principales destinos (Europa, Chile, MERCOSUR) corroída en parte (pero no en su totalidad) por la aceleración de los precios domésticos. La diferencia con la etapa anterior es que ahora repercute más el fenómeno de la inflación mundial de los alimentos, cuyo impacto en la inflación minorista de los países se

4) Desde enero de 2007 tomamos inflación de la Provincia de Mendoza para vulnerar la baja representatividad del IPC del GBA (Gran Buenos Aires).

aceleró y redujo la distancia entre la inflación local y la internacional

Cuadro 1. ¿Cómo construimos el TCRM?

1. Se tomó como referencia el período enero de 1999 -mayo de 2008
2. Se determinaron los principales países destino de nuestras exportaciones MOI a través del promedio exportado en el período 2005, 2006 y 2007. De allí se utilizaron los ponderadores del TCRM.
3. Se identificó el destino del 85% de las exportaciones MOI.
4. Se obtuvieron las series de tipo de cambio nominal de las monedas de referencia de los países y/o bloques de comercio y se trabajó con las series de precios minoristas de cada país (por disponibilidad de información no se trabajó con el índice de precios mayoristas, quizás de mayor precisión para determinar la competitividad).
5. Para aislar la representatividad del IPC de Argentina, no se utilizó el IPC del GBA desde enero de 2007 en adelante, ensamblando a partir de dicho momento el IPC de Mendoza.
6. El presente índice sigue representando una aproximación de la competitividad de la industria. Lo correcto debería ser identificar los precios específicos del sector (en reemplazo del TCN y los precios internacionales genéricos) y la estructura de costos (en reemplazo del IPC doméstico).

Los efectos de la reciente apreciación

La reducción del tipo de cambio nominal durante el mes de junio y julio del corriente año, llevó el dólar promedio de \$3,16 en mayo a \$3,04 en lo que va del mes de julio, es decir, una reducción del 3,9%. La estrategia seguida por la autoridad monetaria (que fuera discutida en Entrelíneas de la Política Económica N° 11), no erosionó en su totalidad la leve recuperación del TCRM de las MOI que venía desde agosto de 2007.

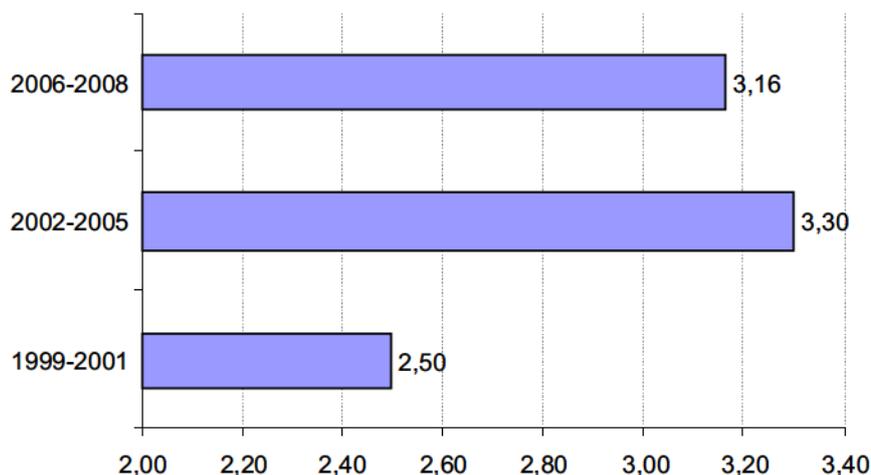
Para ser más precisos. Bajo el supuesto de que entre mayo y julio la evolución de los precios internos de los países a los cuales exportamos tengan el mismo incremento y que la relación entre el dólar y el resto de las monedas del mundo se mantengan constantes, el valor del dólar nominal que necesitan las exportaciones MOI para alcanzar la misma competitividad de agosto de 2007 es de \$3. Por consiguiente, con un dólar a \$3,04, todavía son levemente más competitivos.

Podríamos extender el análisis a diferentes etapas recientes de acuerdo al gráfico 1, y preguntarnos qué valor tendría que tener el dólar en julio de 2008 (suponiendo el resto de las variables constantes) para alcanzar la competitividad que refleja el TCRM de cada etapa.

En el gráfico 2 se exponen los resultados. Para tener la competitividad promedio de los últimos tres años de la convertibilidad (1999-2001), el valor nominal del dólar debería ser \$2,50. En cambio, en la etapa siguiente, 2002-2005, que incluye el año de la sobre-reacción del TCN, se necesitaría un dólar de \$3,30 para obtener la misma competitividad promedio de dicho período. Finalmente, mantener la competitividad promedio del período 2006-mayo de 2008, requeriría un valor del dólar de \$3,16.

Claro está, que en los casos en que se requiera una competitividad más alta a través del TCN, sabemos que en la Argentina opera un efecto adicional que atenta contra la propia competitividad: cuando el dólar sube los precios suben y cuando el dólar baja los precios no bajan.

Gráfico N°2
Valor nominal del dólar en el mes de Julio de 2008 para tener la competitividad de distintos períodos



Fuente: CIEPYC, sobre la base de datos del INDEC, Ministerio de Economía, CEI y estimaciones propias

Sin embargo, y a pesar de que en principio la competitividad de las MOI no se vio muy afectada por esta apreciación nominal del peso, el problema es la dinámica que los precios puedan tener sobre el TCRM en el futuro.

¿Nos podemos dar el lujo de apreciar la moneda con la dinámica de la inflación doméstica actual?. Aún frenando al apreciación nominal, el problema es la apreciación real que conlleva tener una inflación más alta que el resto de los países con los cuales comerciamos.

Vamos a plantear dos escenarios que tienen en común el supuesto de que el dólar mantiene con el resto de las monedas del mundo una relación constante e igual a la del mes de mayo de 2008.

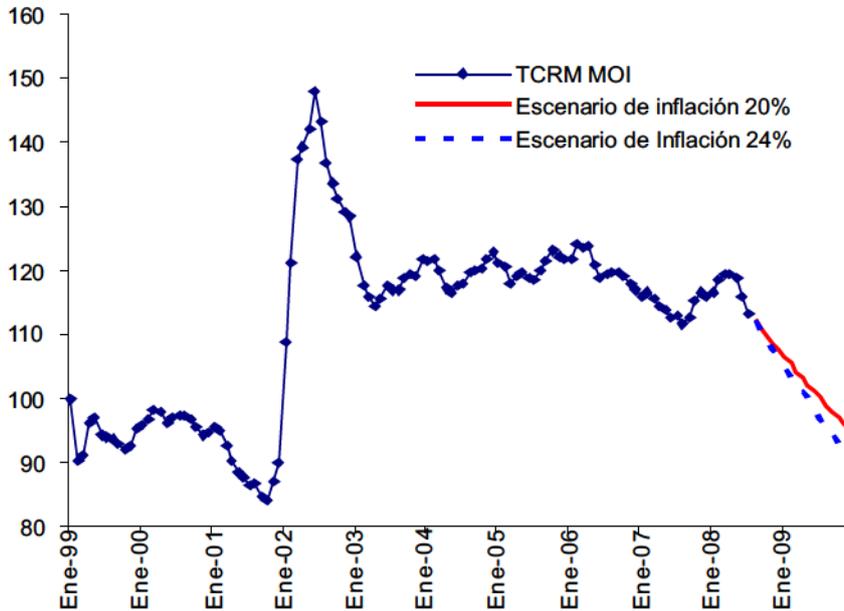
A partir de allí podemos suponer para la Argentina un escenario de inflación alta como la que se registró en 2007 de acuerdo a la inflación del interior del país (24%) y otro con una inflación más moderada (18/20%), bajo el supuesto de una inflación mundial del 6% (suponemos alto impacto del incremento de los precios de los alimentos en el mundo).

En el escenario de inflación doméstica más alto (24%), si no sube el tipo de cambio nominal y seguimos en torno a un dólar de \$3, en agosto de 2009 tendremos la competitividad del período 1999-2001.

En el escenario de inflación más moderada (18/20%), dicha situación se alcanzaría tres meses más tarde, en diciembre de 2009.

Cualquiera de los dos escenarios (bajo los supuestos de dólar constante frente al resto de las monedas y tipo de cambio nominal peso/dólar en torno a los \$3), muestran que sin definir una correcta política de precios e ingresos, el esquema macroeconómico se tomaría inviable y las ganancias de competitividad de la industria se verían carcomidas por la inflación en el mediano plazo.

Gráfico N°3
La inercia inflacionaria y su impacto sobre el TCRM de las MOI



Fuente: CIEPYC, sobre la base de datos del INDEC, Ministerio de Economía, CEI y estimaciones propias

El dólar y las tasas en el centro de un modelo en definición

Leonardo Perichinsky

El desempeño futuro de la autoridad monetaria será clave para la definición del rumbo que seguirá la economía argentina. Si bien ahora parece estabilizado, la baja del dólar de más del 4%, que propició el Banco Central durante estos últimos dos meses, genera interrogantes sobre el sostenimiento del esquema macroeconómico actual. Por su parte, a pesar de que se normalizaron buena parte de las variables monetarias, las tasas de interés siguen en niveles desproporcionados

La presente nota es una actualización del informe presentado en la edición anterior de la revista sobre los principales rasgos del sistema financiero y cambiario en la actualidad.

Las principales conclusiones de la nota anterior, fueron:

- » Marcada tendencia a la apreciación del peso (caída de la cotización del dólar) propiciada por el BCRA a partir de su política de vender dólares, fundamentalmente, a futuro.
- » La mini huida desde depósitos a plazo fijo a dólar se verificó únicamente en el segmento de depósitos pequeños. Los depósitos de más de un millón de pesos aumentaron sostenidamente.
- » Fuerte suba de las tasas de interés, salvo la del mercado interbancario (que mide la liquidez de los bancos). Básicamente se duplicaron las tasas, tanto activas como pasivas. Se verificó, por su parte, una mayor segmentación: crecieron más las tasas de los plazos fijos grandes.
- » Esta combinación de tasas en alza y dólar en baja (y valores parecidos en los mercados spot y futuro de dólar) generó un fuerte incentivo a vender dólares, cubrirse a futuro, y hacer plazo fijo en pesos, lo cual promovía el ingreso de capitales desde el exterior. Podía obtenerse tasas en dólares seguras cuatro veces superiores a las de los países centrales.

Transcurrido un mes de estas conclusiones, contamos con nuevos elementos que nos permiten afinar el diagnóstico.

En relación con el mercado cambiario, luego de bajar más de trece centavos (un 4,2%), el dólar parece estabilizado en un nivel levemente superior a los 3 pesos. Por su parte, en el mercado de dólar a futuro se normalizó la relación entre valor presente y futuro. La tasa implícita anual se encuentra en torno al 8,3%, que es un nivel levemente inferior a la tasa a la cual se financian las entidades financieras en el mercado interbancario. El dólar

a fin de julio de 2009 cotizó a \$3,273 al cierre de este nota, el viernes 18 de julio de 2008.

Sin embargo, la operatoria que alertábamos en la nota anterior sobre seguro de cambio barato generó un sensible ingreso de capitales desde el exterior, al menos, a través de los bancos. Las obligaciones financieras contraídas en el exterior por bancos locales superaron los 217 millones de dólares en junio, cuando en los meses anteriores se encontraban por debajo de los 100 millones de dólares. Por su parte, el ingreso de dólares de los bancos desde el exterior, durante el primer semestre del 2008, fue casi cuatro veces superior al del mismo período de 2007.

Si bien no contamos con información sobre el balance de pagos durante el segundo trimestre de 2008, los datos del primer trimestre sobre el comportamiento del sector privado no financiero también van en la misma dirección. Luego de dos trimestres consecutivos de fuga de capitales por parte del sector privado sin incluir bancos, que totalizaron en el tercer y cuarto trimestre de 2007 más de 3.800 millones de dólares de salida, en el primer trimestre de 2008 se registró un ingreso de 1.458 millones de dólares.

En relación con las tasas de interés, se mantienen los niveles elevados que se registraron durante el mes anterior. Básicamente, los plazos fijos de más de un millón de pesos aumentaron un 80% la tasa, en tanto que los de montos menores crecieron un 45%, generando una mayor segmentación entre los distintos tramos de depósitos. Por su parte, las tasas de los préstamos a empresas de primera línea se duplicaron.

Como resultado de esta nueva composición de tasas, el spread de los bancos (la brecha entre la tasa que pagan y la que cobran) creció sensiblemente, incluso considerando que la tasa activa es el piso de tasa que cobran por sus préstamos, al tratarse de empresas de primera línea.

Cuadro N° 1
Comparación tasas, spread bancario y dólar

Concepto	11-Mar	11-Jul	Var %
Plazo Fijo Promedio	8,5%	12,4%	45,6%
Plazo fijo de más 1 millón	8,9%	16,0%	80,6%
Préstamos a empresa primera línea	11,6%	23,0%	98,5%
Tasa interbancaria (call)	7,8%	9,2%	18,0%
Spread	3,1%	10,6%	245,0%
Dólar	3,153	3,021	-4,2%
Dólar futuro (a un año de cada momento)	3,330	3,273	-1,7%
Tasa implícita (dólar futuro / spot)	5,6%	8,3%	48,5%

Fuente: CIEPyC en base a BCRA y Centro de Estadísticas ROFEX

Es decir, parecería que los bancos han sido los principales beneficiarios de este esquema, teniendo en cuenta el aumento de 245% en su spread entre estos cuatro meses.

De cara al futuro, y dada la derogación de las retenciones móviles por parte del Congreso, deberíamos esperar una fuerte liquidación de exportaciones por parte del

sector agropecuario. Si el BCRA se comporta como lo venía haciendo con anterioridad al conflicto, es decir, comprando las divisas del saldo comercial, se debería verificar un aumento importante en la liquidez del sistema, y por ende retroceder sensiblemente las tasas de interés.

De todos modos, durante el conflicto, las tasas de interés han crecido de manera desproporcionada en relación con la liquidez de los bancos. Incluso en la actualidad, los depósitos totales del sistema superan en más de 5 mil millones de pesos a los que había el 11 de marzo. Al 11 de julio, los depósitos totales del sistema financiero superaban los 233 mil millones de pesos, mientras que el 11 de marzo se encontraban en torno a los 228 mil. Por su parte, ya se encuentran en expansión todos los tramos de depósitos a plazo.

El comportamiento del sector privado

Como se ve en el siguiente cuadro, todos los depósitos del sector privado crecen entre el 11 de marzo y el 11 de julio, salvo el de los plazos fijos de montos menores a un millón de pesos. Puede verse que los plazos fijos totales crecen menos que los plazo fijo de más de un millón de pesos. También se verifica que la caída de depósitos totales del sector privado del mes de mayo ha sido compensada con un aumento que sitúa a los depósitos por encima de los niveles de marzo. El comportamiento de los plazos fijos de grandes montos ha sido notable a lo largo de estos cuatro meses; incluso en la caída de depósitos de mayo, los plazos fijos de más de un millón de pesos continuaron aumentando.

Por su parte, durante los primeros días de julio, se verifica que los depósitos menores al millón de pesos comenzaron a crecer - los depósitos a plazo fijo totales crecen más que los superiores al millón de pesos. Esto debe ser atribuible a la estabilización del dólar en torno de los 3 pesos, que redujo la incertidumbre de los pequeños ahorristas sobre el valor futuro de la divisa.

Cuadro N°2
Depósitos del sector privado (en millones de pesos)

Fechas	Totales	A la vista	A Plazo Fijo	
			Totales	más 1 millón
11 marzo	138.476	78.833	59.643	23.092
31 marzo	139.152	79.526	59.626	23.177
30 abril	142.347	81.851	60.496	24.119
30 mayo	136.979	78.234	58.745	24.578
30 junio	139.070	79.112	59.958	26.008
11 julio	140.252	79.517	60.735	26.489

Fuente: CIEPyC en base a BCRA

Podríamos decir, entonces, que desde el punto de vista del comportamiento del sector privado, la situación se encuentra estabilizada desde principios de julio, cuando todos los tramos de depósitos están aumentando. Lo que no se ha verificado todavía es una reducción de las tasas acorde a la recomposición de los depósitos.

El comportamiento de los bancos

Contrariamente a lo que reflejan las tasas de interés, los activos de los bancos crecieron en casi 8 mil millones de pesos durante los últimos cuatro meses. Incluso el rubro que más creció en términos relativos fue el efectivo de los bancos. En tanto que los depósitos de los bancos (fundamentalmente en el BCRA) crecieron un 5%, reforzando el indicador de liquidez bancaria.

En el siguiente cuadro mostramos cómo se descompone el aumento en los activos de los bancos entre marzo y julio de este año. Los préstamos han crecido en más de 9 mil millones de pesos, a pesar del sensible incremento en las tasas. Por su parte, se verifica una fuerte caída en la posición en títulos por parte de las entidades financieras durante estos cuatro meses.

Cuadro N°3
Activos de los bancos (en millones de pesos)

Conceptos	11-Mar	11-Jul	diferencia	
			monto	%
efectivo	8.459	9.341	882	10,4%
depósitos	34.905	36.642	1.737	5,0%
títulos	85.154	81.105	-4.049	-4,8%
préstamos	128.243	137.417	9.174	7,2%
total	256.761	264.505	7.744	3,0%

Fuente: CIEPyC en base a BCRA

Al analizar la evolución de los préstamos de los bancos, no da la sensación de encontrarnos en un período con problemas de liquidez bancaria. Los préstamos crecieron en el cuatrimestre analizado más de un 7%, cuando el mismo período del año anterior el stock de créditos había crecido un 4,6%. En lo que va del año 2008 (primer semestre) los préstamos crecieron un 13%, mientras que en el primer semestre del año anterior habían aumentado un 8,3%.

En el análisis desagregado de la evolución de los diferentes tipos de préstamos, se sigue verificando la fuerte presencia en los préstamos de corto plazo. Tanto los préstamos personales, como los documentos y los adelantos siguen siendo los rubros de mayor presencia dentro del stock de préstamos.

Estos tres tipos de préstamos representan en conjunto más del 60% del total de préstamos de la economía. Y si incluimos las tarjetas de crédito la participación de los préstamos de corto plazo sube al 70% del total. Esta composición también afecta los promedios de tasa activa que percibe el sistema bancario, el cual estimamos muy por encima de la tasa que pagan las empresas de primera línea (prime).

Según los últimos datos disponibles del BCRA en cuanto a tasas por tipo de préstamos, durante el mes de mayo de 2008, los tramos de préstamos de mayor frecuencia (mayor cantidad de operaciones) mostraron tasas de interés en un rango que va del 30% al 45% para los adelantos de cuenta corriente, documentos, tarjetas de créditos y préstamos personales.

Por otra parte, durante estos cuatro meses, se registra un importante crecimiento en los préstamos hipotecarios, los cuales crecieron más (9,2%) que el total del préstamos. Por

último se destaca el escaso dinamismo mostrado por el uso de tarjetas de crédito, que fue la modalidad de financiación que menos creció en estos cuatro meses (2,1%).

En el siguiente cuadro se muestra la evolución del stock de préstamo por tipo de financiamiento.

Cuadro N°4
Préstamos de los bancos (en millones de pesos)

Conceptos	11-Mar	11-Jul	diferencia	
			monto	%
Adelantos	15.856	17.362	1.506	9,5%
Documentos	37.962	39.825	1.863	4,9%
Hipotecarios	15.316	16.719	1.403	9,2%
Prendarios	6.431	7.178	747	11,6%
Personales	23.089	25.983	2.894	12,5%
Tarjetas	12.237	12.490	253	2,1%
Resto	17.356	17.860	504	2,9%
Totales	128.247	137.417	9.170	7,2%

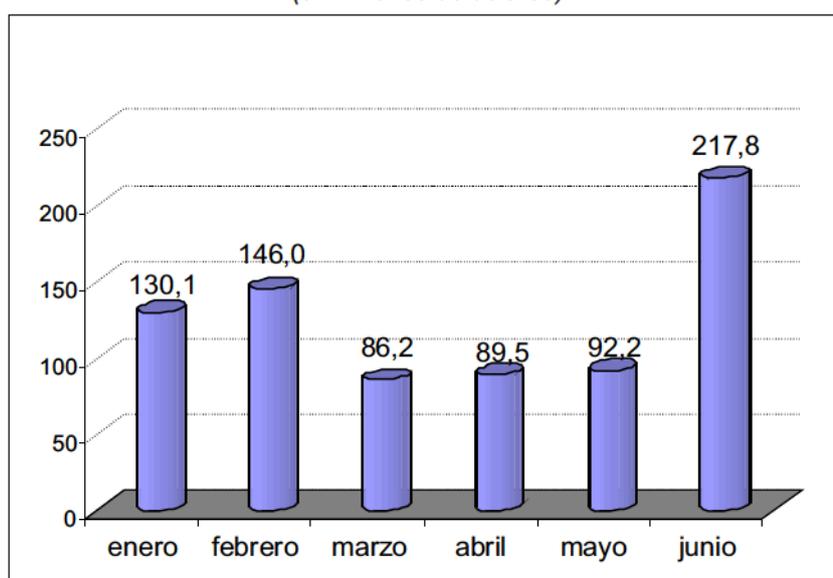
Fuente: CIEPyC en base a BCRA

Los bancos y el ingreso de capitales

En la edición anterior de la revista entrelíneas alertamos sobre el fomento al ingreso de capitales que generaba un esquema de altas tasas de interés en pesos con bajo costo financiero para obtener cobertura en el mercado de dólar a futuro.

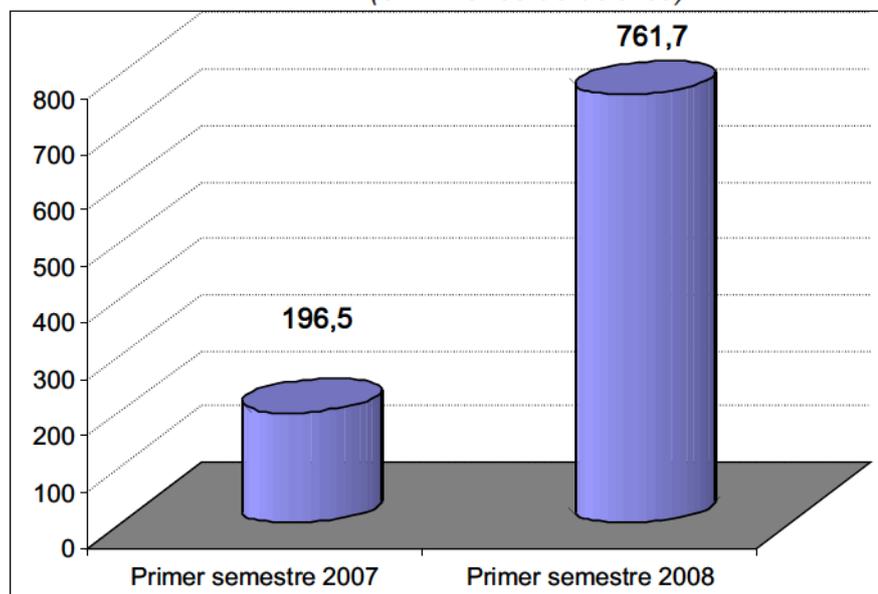
Gráfico N°1
Obligaciones financieras en el exterior contraídas por bancos locales - Primer semestre 2008 -

(en millones de dólares)



Fuente: CIEPyC en base a BCRA

Gráfico N°2
Obligaciones financieras en el exterior contraídas por bancos locales (en millones de dólares)



Fuente: CIEPyC en base a BCRA

Contando ya con información sobre lo sucedido durante el mes de junio resulta evidente que los bancos han obtenido financiamiento desde el exterior (en buena medida desde sus casas matrices) a tasas del orden del 4% anual en dólares, para hacer uso de la cobertura barata que ofrecía el mercado de dólar a futuro.

Durante el mes de junio de 2008 las obligaciones contraídas en el exterior por bancos locales superaron los 200 millones de dólares, cuando en los meses previos el promedio se encontraba en torno a los 100 millones de dólares. Por su parte, la comparación de lo sucedido durante el primer semestre de este año contra el del 2007, muestra que los ingresos por préstamos en el exterior de los bancos locales casi se cuadruplicaron.

Sin embargo, tal como hemos mostrado en esta nota, la tasa de interés implícita actual que surge de la relación entre el valor del dólar en la actualidad y el dólar a futuro se ha normalizado en niveles similares al del mercado interbancario. Esta situación genera un menor incentivo para un ingreso de capitales en búsqueda de rentas altas y seguras medidas en términos de moneda extranjera.

Reflexión final

La evolución de la cotización del dólar y de las tasas de interés son las variables claves a observar para entender hacia dónde avanza el modelo económico. La baja de más del 4% del dólar, propiciada por el Banco Central durante estos últimos dos meses, acotó los márgenes de maniobra de la política cambiaria, teniendo en cuenta que los niveles actuales de inflación ya han erosionado demasiado la competitividad de la economía.

La posible avalancha de liquidación de exportaciones que genera la derogación de la resolución 125 debería terminar de normalizar el mercado financiero, si es que el BCRA se comporta como antes del conflicto. Es decir, compra todos los dólares del saldo

exportable e incrementa las reservas y la liquidez del sistema.

Sin embargo, observando la conducta de los bancos (que han generado un aumento de tasas desproporcionado con la liquidez del sistema y un fuerte aumento en su spread) parece necesaria una mayor limitación, por parte de la autoridad monetaria, del accionar del sector bancario. Este aspecto también resulta clave, dado que una economía no puede sostener el ritmo de crecimiento actual con tasas de interés activas cuyo piso ronda el 25%.

Estimación del tipo de cambio real de equilibrio en contextos de sector externo desequilibrado

Propuesta metodológica y aplicación para la medición del subsidio implícito a los sectores exportadores

Gastón Adrián Grimblatt¹

La presente nota plantea una propuesta metodológica para medir cuál sería el tipo de cambio real en un contexto de flotación libre. El ejercicio realizado indica que de no haber mediado intervención del Banco Central, el TCR se hubiese apreciado en un 20,55%. Debido a esta la política de sostenimiento de la paridad cambiaria, los sectores exportadores reciben un subsidio implícito en sus ventas al exterior por sus mayores ingresos en pesos.

Introducción

En este trabajo se presenta una propuesta metodológica para la estimación del tipo de cambio real de equilibrio en contextos de sector externo desequilibrado, y una aplicación de la misma como contribución técnica en el actual debate en torno a los derechos de exportación.

En la primera parte, se definen, de acuerdo a la visión tradicional en la teoría económica, los conceptos de equilibrio en el sector externo de una economía y de tipo de cambio real de equilibrio y su relación entre sí.

Luego, de acuerdo a lo señalado, se presenta una metodología para el cálculo de la paridad cambiaria de equilibrio. Este se centraliza en la estimación de las elasticidades de las importaciones y exportaciones al tipo de cambio real multilateral, y en un proceso iterativo que permitirá encontrar un valor de tipo de cambio nominal que, dadas esas elasticidades, determinarían un ajuste en las exportaciones netas de misma magnitud pero en dirección contraria, a la variación registrada en la cuenta reservas internacionales de activo del Banco Central durante el período de la intervención.

En la tercera parte, se aplica la metodología desarrollada para la medición del subsidio implícito a los sectores exportadores y del nivel de resguardo implícito a los sectores locales que compiten en el mercado interno con importaciones, que se deriva de la política de sostenimiento del tipo de cambio a través de intervenciones del Banco Central, que en la práctica alejan a la paridad cambiaria de aquella que resultaría de equilibrio en ausencia de intervención.

Este ejercicio final apunta a contribuir en la actual discusión sobre derechos de exportación. En este sentido, dado los niveles de derechos en cada caso particular, se podrá reconocer hasta que punto éstos no hacen más que compensar el de subsidio implícito identificado.

1) Profesor Universidad Nacional de Lanús. El autor agradece la importante colaboración de Francisco Roca

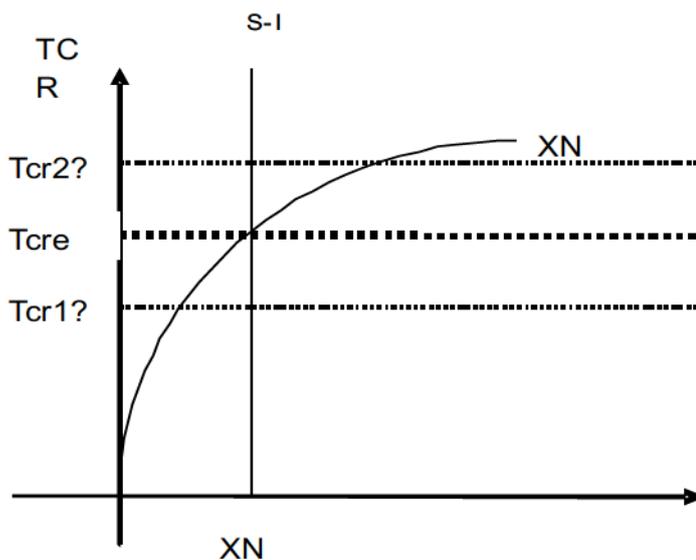
Marco conceptual: Equilibrio en el sector externo y tipo de cambio real de equilibrio

Un principio elemental de la teoría macroeconómica indica que, en una economía cerrada, dado un nivel de ingreso y un nivel general de precios, la tasa de interés ajustará hasta hacer igualar la demanda agregada con la oferta agregada. Ese punto, de equilibrio en los mercados de bienes, guarda su correspondencia en el equilibrio en los mercados de activos al igualarse el ahorro con la inversión.

En una economía abierta, el equilibrio en el mercado de bienes no necesariamente se corresponderá con equilibrio en el mercado de activos. En ese sentido, otro principio elemental de la teoría macroeconómica indicará que, los excesos de ahorro interno (S) sobre inversión interna (I) -inversión exterior neta (S-I)- se compensarán con excesos de exportaciones (X) sobre importaciones (M) -y viceversa-.

En este marco, se entiende como equilibrio del sector externo de una economía, a las situaciones donde la inversión exterior neta iguala las exportaciones netas en ausencia de variación de reservas internacionales por el Banco Central, es decir sin intervención cambiaria. Asimismo, se entenderá por tipo de cambio real de equilibrio (TCRe) aquel que ajusta hasta garantizar esa igualdad. En el gráfico 1 ilustra ese mecanismo de ajuste.

Gráfico N°1



2) Mankiw, Gregory: "Macroeconomía." Tercera Edición. Antonio Bosch Editor. Página 251. En la versión del texto la curva de exportaciones netas se presenta como decreciente al TCR ya que se considera como tipo de cambio nominal a la cantidad de moneda extranjera que se compra con una unidad de moneda nacional. Es decir se considera como tipo de cambio nominal al valor de la moneda local. En nuestro país se suele considerar al tipo de cambio nominal como la cantidad de moneda nacional que hace falta par adquirir una unidad de moneda extranjera

De acuerdo al gráfico 1, adaptado del texto de macroeconomía de Mankiw², dado una curva de exportaciones netas creciente al TCR y una recta de inversión exterior neta totalmente inelástica al TCR, el TCRe es el que permite igualar (S-I) con las XN. Si el TCR se encuentra fuera de su nivel de equilibrio operarán fuerzas endógenas para llevarlo a ese nivel.

En el caso de un nivel inferior al de equilibrio (TCR1) el exceso de inversión exterior neta sobre exportaciones netas provocará un exceso de oferta agregada en los mercados de bienes que se corresponderá con un exceso de demanda de divisas en el mercado de cambios (por la insuficiencia en la demanda de moneda local para transacciones),

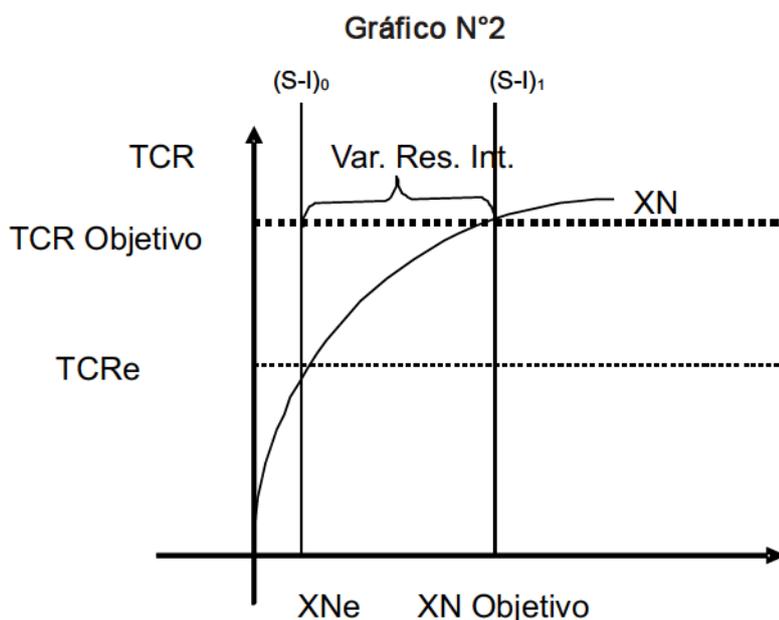
ambos en conjunto provocarán una fuerza a la devaluación real de la moneda.

Por el contrario, ante un nivel de tipo de cambio real superior al de equilibrio (TCR2), el exceso de exportaciones netas sobre inversión exterior neta provocará un exceso de demanda agregada en los mercados de bienes y un exceso de oferta de divisas en el mercado de cambios, ambos induciendo una apreciación real de la moneda.

De esta manera, y en términos de las cuentas del balance de pagos, se entenderá como equilibrio en el sector externo de una economía cuando los saldos de las cuentas corriente y capital se compensan entre sí, y hacen nula la variación reservas internacionales del Banco Central.

En el gráfico 2 se presenta la situación en donde resulta en un objetivo de política económica mantener un nivel de exportaciones netas superior al que resultaría del equilibrio del sector externo (XNe). Para ello, definido como meta un tipo de cambio real superior al de equilibrio, el Banco Central deberá neutralizar las fuerzas a la apreciación de la moneda, comprando y acumulando reservas por el excedente entre la oferta y demanda de divisas en el mercado de cambios, a ese tipo de cambio objetivo. Al acumular reservas, aumentan los activos externos de la economía por lo que la recta de inversión exterior neta se desplaza de $(S-I)_0$ a $(S-I)_1$

Bajo este esquema con variación de reservas, las cuentas capital y corriente del balance de pagos ya no compensan entre sí, por lo que se define a esa situación como de desequilibrio en el sector externo.



Estimación del tipo de cambio real de equilibrio en contextos de sector externo desequilibrado.

De acuerdo a lo desarrollado en el apartado anterior, se entiende que en ausencia de intervención en el mercado de cambios, nuestra moneda se hubiese apreciado en términos reales en la magnitud suficiente para hacer reducir las exportaciones netas en la misma magnitud en que aumentaron las reservas internacionales. Siguiendo el gráfico 2, de no mediar intervención se hubiese alcanzado el tipo de cambio indicado como

TCRe, y las exportaciones netas el valor XNe.

Metodología

Para el cálculo del valor del TCRe se trabajó de manera indirecta sobre la curva de exportaciones netas representadas en los gráficos 1 y 2. Calculada su elasticidad, el ejercicio finalmente consistió en simular el tipo de cambio que hubiese inducido una caída en las exportaciones netas de la misma magnitud, pero de signo contrario, al monto de acumulación de reservas registrado.

Para ello, se consideró como período de estudio al quinquenio acumulado 2003-2007. En ese período, la posición de reservas internacionales de Banco Central aumentó en 35.675 millones de dólares³ fruto de la intervención. Si a ese el monto se le suman los 9530 millones de dólares de reservas utilizadas para cancelar la deuda pública con el al Fondo Monetario Internacional en enero de 2006, el total de compras netas de dólares por el Banco Central durante ese período alcanzó los 45205 millones de dólares.

Las exportaciones totalizaron 206.682 millones de dólares y las importaciones 143.803 millones de dólares⁴.

A partir de series históricas (1993 en adelante) de exportaciones, importaciones y tipo de cambio real multilateral ⁵expresadas en sus logaritmos naturales- se calcularon por regresión (mínimos cuadrados) las elasticidades de las exportaciones e importaciones al tipo de cambio real (TCR). Un ejercicio más directo hubiese consistido en regresar directamente una serie de exportaciones netas al TCR. Pero este ejercicio no se pudo realizar porque la serie de exportaciones netas registra signos negativos en algunos años y por tanto no se la puede expresar en sus logaritmos naturales, como es necesario para que los parámetros estimados representen elasticidades.

En el caso de las importaciones se realizó una regresión múltiple considerando además como variable dependiente una serie de PBI a precios constantes a los efectos de aislar el componente nivel de actividad en la determinación de su volumen.

Resultados:

Los resultados alcanzados fueron los siguientes:

- » Elasticidad Importaciones al TCR: -0,509
- » Elasticidad Importaciones al Nivel de Actividad: 3,41
- » Elasticidad Exportaciones al TCR: 0,71

Estas elasticidades significan que cada 10% de apreciación en el TCR las exportaciones caerían en 7,1% y las importaciones se incrementarían en 5,09%.

En base a la metodología descrita se pudo determinar que de no mediar intervención en el mercado de cambios por el Banco Central, el tipo de cambio se hubiese apreciado 20,55% con relación a la paridad cambiaria real registrada hacia finales del período en estudio.

De esta manera, dada las elasticidades calculadas, las importaciones acumuladas habrían aumentado 15.044 millones de dólares y en términos proporcionales un 14,59% (20,55% X 0.0509), mientras que las exportaciones hubiesen disminuido en 30.161 millones de dólares, es decir un 11,51% (20.55% X -0.071)

3) Fuente: Estimación propia a partir de información del Banco Central de la República Argentina.

4) Esa suma se debe considerar porque dicha operación involucró únicamente un cambio en la composición del activo del Banco Central, no significó demanda de dólares por esa suma.

5) Fuente: Estimación propia a partir de sistema de comercio exterior del INDEC.

6) Fuente Cancillería Argentina.

7) Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales

Por el efecto conjunto, las exportaciones netas acumuladas del periodo bajo estudio hubiesen sido 45205 millones de dólares menos que las registradas, cifra que equivale al total de compras netas de divisas por el Banco Central.

Conclusión e implicancias de política.

Dado la política de sostenimiento de la paridad cambiaria denominada comúnmente de "tipo de cambio competitivo", los sectores exportadores reciben un subsidio implícito en sus ventas al exterior por sus mayores ingresos en pesos y los sectores que compiten en el mercado interno ven incrementado su resguardo frente a la competencia de las mercaderías importadas.

Una aplicación de la metodología presentada permite aproximar una medición de ambos efectos.

El ejercicio realizado indica que de no haber mediado intervención, el TCR se hubiese apreciado en un 20,55%. Los ingresos en pesos de los sectores exportadores hubiesen sido menores en esa proporción, al igual que el costo de las mercaderías importadas en nuestro país. En síntesis, el precio de las mercaderías nacionales frente a las extranjeras, mejoró un 20,55% tanto en nuestro país como en el resto del mundo.

Esta política de sostenimiento de la paridad cambiaria guarda su sostén teórico en la necesidad de mejorar las señales de precios hacia los sectores productivos vía el manejo del tipo de cambio. Desde el punto de vista empírico, su aplicación en nuestro país permitió recomponer entramados productivos, consolidar la actividad y el empleo en numerosas actividades.

Pero ello exige diferenciar el tipo de cambio hacia la producción de transables, del tipo de cambio que enfrentan los sectores cuyos ingresos se encuentran nominados en pesos, de no ser así, el costo del modelo recaería sobre éstos, en especial los asalariados, por el menor poder adquisitivo de la moneda en que reciben sus ingresos. Los derechos de exportación son en efecto el instrumento para ese fin.

De esta manera, se podría considerar que derechos de exportación de hasta un 20,55% no hacen más que compensar el subsidio implícito mencionado a los sectores exportadores y en los casos que se aplican derechos mayores, la diferencia asume la forma de un impuesto cuya oportunidad y mérito debe ser evaluada en cada caso particular, para lo que en definitiva se deberá ponderar el efecto de su aplicación sobre los precios internos de los bienes que hacen a la canasta de consumo de los sectores asalariados.

Notas técnicas

Las regresiones se efectuaron a través del método de Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO). Para ambas regresiones se contó con observaciones anuales desde 1993 a 2007.

El coeficiente de elasticidad de las exportaciones al TCR es de 0,71, con un R2 igual a 0,506. El test de hipótesis realizado con la prueba t con n-2 grados de libertad arrojó que el estadístico en cuestión es significativo con una probabilidad de cometer el error de tipo I igual 0,003 (valor p).

El procedimiento de la prueba t se basa en la suposición de que el término de error sigue una distribución normal, con media cero y varianza constante. Aunque no puede observarse de manera directa al término de error se puede observar su representante:

los residuos. La media de los mismos es prácticamente cero. A través de un histograma se observó que los residuos presentan una distribución relativamente acampanada, con mayor concentración de datos hacia la derecha.

En el caso de la regresión múltiple, con un R^2 de 0,898, el coeficiente de elasticidad de las importaciones al tipo de cambio real de 0,51 es estadísticamente significativo con un valor p de 0,0004. El coeficiente de elasticidad de las importaciones al PBI constante de 3,41 también es estadísticamente significativo con un valor p prácticamente nulo. Ambos test realizados con la prueba t con $n-3$ grados de libertad.

También se realizó un análisis de correlación lineal entre las series de datos de TCR multilateral y PBI constante utilizando la prueba de Pearson (prueba t con $n-2$ grados de libertad, suponiendo una distribución normal de los datos). El coeficiente de correlación lineal de 0,47 resultó estadísticamente significativo con una probabilidad de cometer el error de tipo I de 7% aproximadamente.

La forma del histograma de los residuos de la regresión múltiple no se asemejaría a una campana. De todas formas, la media de los residuos es prácticamente cero.

En términos estadísticos no es posible concluir que los resultados obtenidos son del todo robustos, dado el número de observaciones y la dificultad que conlleva esto para realizar pruebas de mayor complejidad y exactitud respecto de la normalidad de los residuos, lo que permitiría contar con estimadores MEI (mejores estimadores insesgados), es decir, de varianza mínima. No obstante de ello, los parámetros estimados ajustan al modelo planteado existiendo abundante apoyo conceptual al respecto. Finalmente, el análisis econométrico apunta a una primera aproximación a los efectos de estimar la elasticidad de las exportaciones netas al tipo de cambio real.

La presente revista se editó en la
Facultad de Periodismo y Comunicación Social.
Calle 44 N° 676 e/ 8 y 9 - primer piso - oficina N° 4

CONSEJO EDITORIAL

Lic. Miguel Zanabria
Lic. Alfredo Iñiguez
Lic. Leonardo Perichinsky
Dr. Pablo Lavarello
Lic. Gerardo De Santis

EQUIPO DE INVESTIGACIÓN

Lic. Germán Saller
Lic. Rafael Selva
Lic. Daniela Meroni
Lic. Julián Barberis
Lic. Agustina Battistuzzi
Dr. Alejandro Naclerio
Lic. Cecilia Peluffo
Lic. Matías Mancini
Natalia Abdala