



UNIVERSIDAD DE BELGRANO

1964 - 2004. Buenos Aires, Argentina

# Indicadores de la Nueva Economía

*Edición N° 18*

*Director:* Lic. Víctor A. Beker

*E-mail:* cene@ub.edu.ar

## SUMARIO

### Editorial

**¿VIVIR CON LO NUESTRO?**

### Artículo

**¿LEY DE RESPONSABILIDAD FISCAL  
O DE BALANCE ESTRUCTURAL?**

### Indicadores

**NO SE SOSTUVO LA CAPACIDAD DE REPAGO**

**CRECIÓ LA CONFIANZA EN EL SISTEMA FINANCIERO**

**EL TIPO DE CAMBIO DE CONVERTIBILIDAD Y EL TIPO DE  
CAMBIO DE MERCADO**

## EDITORIAL

## ¿VIVIR CON LO NUESTRO?

El anuncio del Ministerio de Economía de interrupción de las relaciones con el FMI hasta que se haya concluido la reestructuración de la deuda trae recuerdos de un anuncio similar formulado a fines de noviembre de 2001.

En aquella fecha, el entonces ministro de Economía Domingo Cavallo anunció la implementación del llamado corralito financiero como una medida transitoria hasta tanto se hubiera concluido el proceso de reestructuración de la deuda externa. Lo que sucedió después está en la memoria de todos los argentinos.

Una posible interpretación de las intenciones de la conducción económica es que se proponga dar un vuelco respecto al tratamiento privilegiado que hasta el momento había mantenido con los organismos multilaterales de crédito.

A pesar del default de la deuda externa, Argentina vino cumpliendo los compromisos con aquellos organismos. **La anunciada suspensión de las relaciones con el Fondo podría estar preanunciando la suspensión de los pagos al mismo.** Se despojaría al FMI de su condición de acreedor privilegiado, tal como han venido reclamando los acreedores privados desde Nito Artaza hasta Nicolas Stock.

En tal caso, el FMI iría a la cola y sólo se negociaría con él luego de haber acordado –o impuesto- una reestructuración con una parte importante de los acreedores privados.

**Resulta difícil de pensar que el gobierno argentino cancele las cuotas adeudadas en el curso de este año con el FMI mientras se mantienen suspendidas las tratativas con dicho organismo.** De acá a diciembre, Argentina debería abonar 2.248 millones de dólares.

Probablemente opte por pagar las que adeuda al Banco Mundial y al BID que totalizan solamente 204 y 275 millones de la misma moneda, respectivamente.

El equipo económico se ha venido preparando para un escenario de este tipo mediante una exitosa política de acumulación de reservas internacionales.

En efecto, en un año, las reservas internacionales del Banco Central crecieron un 34%, según puede apreciarse en el cuadro adjunto. En el último trimestre se incrementaron un 15%.

**Las reservas actuales duplican exactamente las existentes en julio-agosto de 2002**, en que habían caído a un nivel de 9.000 millones de dólares.

El actual nivel de reservas **es equivalente al que existía a comienzos de 1996**, un año después de la crisis del tequila. Claro está que en aquel entonces la deuda externa era de “apenas” 100.000 millones de dólares mientras que la actual es de 180.000 millones de la misma moneda, si bien podría quedar reducida a un valor cercano a aquél luego de la reestructuración propuesta por el gobierno.

**RESERVAS INTERNACIONALES (millones de u\$s)**

|                   |               |
|-------------------|---------------|
| <b>31/07/2003</b> | <b>13.484</b> |
| <b>31/03/2004</b> | <b>15.003</b> |
| <b>30/04/2004</b> | <b>15.763</b> |
| <b>31/05/2004</b> | <b>16.704</b> |
| <b>30/06/2004</b> | <b>17.442</b> |
| <b>30/07/2004</b> | <b>18.068</b> |

Esta acumulación de reservas es producto de los holgados superávits que a partir de la devaluación se generan en el sector externo y de la política del Banco Central de compra de tales excedentes.

En la práctica, estamos en presencia de un régimen en el que la autoridad monetaria se ha ocupado de sostener el tipo de cambio, adquiriendo con emisión monetaria los excedentes de divisas del mismo modo que hacía el Banco Central en la época de la convertibilidad.

La diferencia es que aquellos superávits eran producto fundamentalmente del ingreso de capitales y los actuales son resultado del excedente en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Esta posición de reservas internacionales, junto con el holgado superávit fiscal seguramente están detrás del endurecimiento de la posición negociadora argentina frente al Fondo Monetario Internacional.

## ARTÍCULO

**¿LEY DE RESPONSABILIDAD FISCAL O DE BALANCE ESTRUCTURAL?**

Frente al tratamiento parlamentario de la ley de responsabilidad fiscal que procura fijar límites al gasto público no deja de ser de interés traer a colación el régimen utilizado en Chile, llamado de **Balance Estructural del Sector Público (BESP)**.

El mismo se inspira en el objetivo de ampliar el horizonte temporal de la gestión macroeconómica, con el fin de considerar como referencia el conjunto del ciclo económico y de apoyar un crecimiento dinámico de largo plazo. El primero de estos objetivos implica adoptar políticas macroeconómicas anticíclicas, orientadas tanto a evitar auges insostenibles como a mantener grados suficientes de flexibilidad para hacer frente a las crisis externas.

A tal efecto, **la política fiscal se inscribe en un marco plurianual y su objetivo es alcanzar un equilibrio fiscal estructural, que admita superávits y déficits coyunturales moderados y contracíclicos.**

Para el cálculo del indicador del BESP se han seguido los criterios utilizados por el FMI para la estimación de balances estructurales en los países desarrollados que son incluidos regularmente en el *World Economic Outlook* que publica dicho organismo internacional.

En el caso de Chile, el BESP refleja el balance presupuestario que habría existido en el Gobierno Central si el producto estuviese en su nivel potencial y el precio del cobre fuese el de mediano plazo, excluyendo, por lo tanto, los efectos cíclicos y aleatorios de dos factores de principal importancia: la actividad económica y el precio del cobre. Así, por ejemplo, para el año 1989, si bien se registró en la contabilidad convencional un superávit efectivo de 1,5% del PIB, si la economía hubiese estado en su nivel de producto potencial y el precio del cobre hubiese sido el precio de largo plazo se habría registrado un déficit estructural de -1,5% del PIB. Ese año, los ingresos tributarios e imposiciones previsionales *efectivos* fueron superiores a los ingresos tributarios e imposiciones previsionales estructurales, ya que la economía se encontraba en un ciclo expansivo en que el producto efectivo superó significativamente al producto potencial.

El real interés y utilidad del BESP están en el análisis y formulación *ex ante* de la política fiscal. El BESP provee un marco de gran atractivo sobre el cual basar una regla de política fiscal, ya que al cuantificar la magnitud del ciclo de los ingresos fiscales permite la operación plena de los estabilizadores automáticos a lo largo del ciclo.

La utilización del BESP en la formulación *ex ante* de la política fiscal se traduce en la elaboración del presupuesto fiscal con un objetivo de Balance Estructural explícito. Para ello, se determina el crecimiento máximo del gasto estructural compatible con este objetivo, a partir de una proyección de los ingresos estructurales del período. **De este modo, se asegura la existencia de un déficit nulo, no en un año determinado sino como promedio del ciclo económico.**

En cambio, el intento por equilibrar las finanzas públicas en cada punto del ciclo económico genera el riesgo de incrementar la profundidad y extensión del propio ciclo. **Por ejemplo, es frecuente que en períodos de bonanza económica los gobiernos asuman compromisos permanentes de gasto sobre la base de las holguras del momento, sentando la base para desequilibrios posteriores.** Al identificar y separar el efecto de estas holguras transitorias, los indicadores de política fiscal pueden ayudar a situar la toma de decisiones y el debate público sobre una base de mediano plazo, a partir de la cual es más fácil contener demandas y propuestas financieramente insostenibles.

## INDICADORES

### **NO SE SOSTUVO LA CAPACIDAD DE REPAGO**

El Índice de Capacidad de Pago de Argentina (ICPA) que elabora la UB con vistas a medir la capacidad del sector público y privado de hacer frente a pagos de la deuda externa **registró en junio una variación negativa del 42 por ciento respecto al pico**

estacional registrado en mayo mientras que la variación respecto a un año atrás fue positiva en un 8,5%.

Dicho índice se elabora en base a un promedio ponderado de cuatro indicadores: resultado fiscal primario, tipo de cambio real, reservas del Banco Central y saldo de la balanza comercial.

Tal como habíamos señalado en nuestro informe anterior, el repunte en el balance fiscal registrado en mayo tenía un fuerte componente estacional mientras que **en junio se alcanzó un nivel sólo ligeramente superior al de abril.**

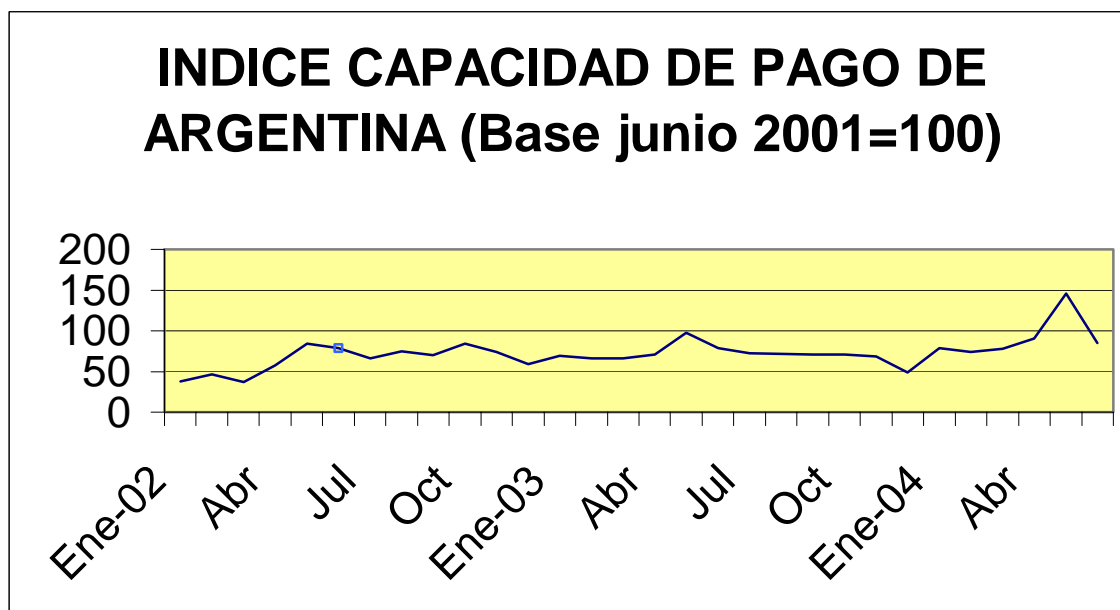
Al mismo tiempo, el saldo del balance comercial experimentó en junio una fuerte caída ante el avance registrado por las importaciones y la declinación en las exportaciones. Probablemente este hecho ha sido uno de los desencadenantes de la decisión de la conducción económica de impulsar una mayor devaluación del peso.

La conjunción de ambos factores –la caída en el superávit fiscal y en el de la balanza comercial- determinó la fuerte declinación experimentada en el ICPA pese al fuerte aumento registrado en las reservas internacionales del Banco Central.

## Índice de la capacidad de pago de Argentina

Junio 2001=100

|        |       |
|--------|-------|
| Jun-03 | 78,47 |
| Jul    | 72,53 |
| Ago    | 71,95 |
| Sep    | 70,52 |
| Oct    | 70,55 |
| Nov    | 68,62 |
| Dic    | 48,46 |
| Ene-04 | 78,54 |
| Feb    | 74,08 |
| Mar    | 77,74 |
| Abr    | 90,78 |
| May    | 145,8 |
| Jun    | 85,17 |



### CRECIÓ LA CONFIANZA EN EL SISTEMA FINANCIERO

Una mejora de un 5,3% registró en julio el Índice de Confianza en el Sistema Financiero que elabora el CENE. Del mismo modo, comparado con un año atrás el índice registra un incremento del 4,5%.

El referido índice se construye dividiendo el monto de depósitos a plazo fijo de libre disponibilidad por el de la base monetaria ampliada. Y se adoptó como valor 100 el que dicho índice tuvo en el año 1996, considerando el total de plazos fijos, esto es en pesos y en dólares.

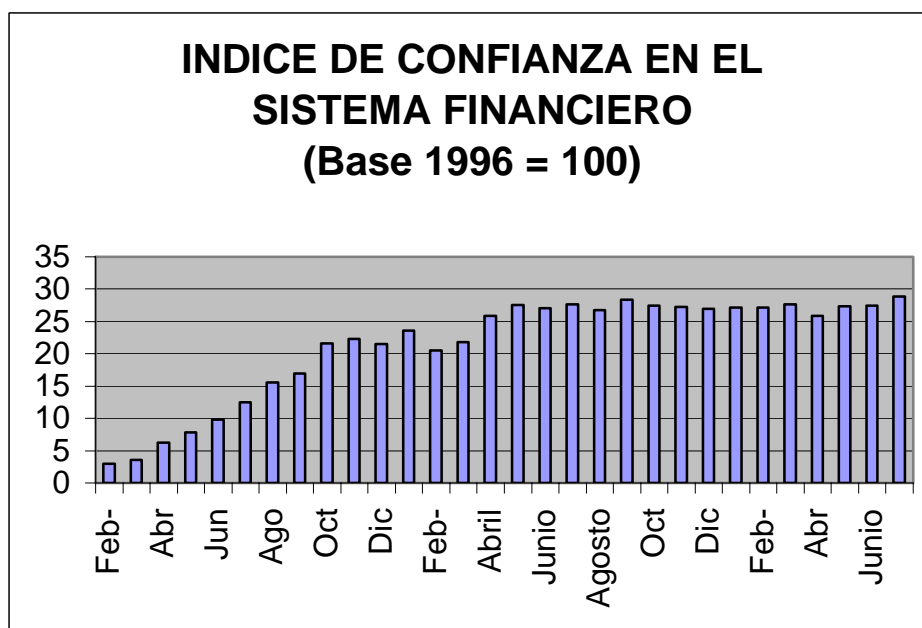
El avance registrado en julio es producto de un aumento de los depósitos tanto en pesos como en dólares.

## Índice de confianza en el sistema financiero

Base 1996=100

| 2002   |      | 2003 |       | 2004 |       |
|--------|------|------|-------|------|-------|
|        |      | Ene  | 23,57 | Ene  | 27,19 |
| Feb 02 | 2,96 | Feb  | 20,54 | Feb  | 27,17 |
| Mar    | 3,56 | Mar  | 21,80 | Mar  | 27,65 |
| Abr    | 6,27 | Abr  | 25,87 | Abr  | 25,90 |
| May    | 7,86 | May  | 27,54 | May  | 27,40 |

|      |       |      |       |     |       |
|------|-------|------|-------|-----|-------|
| Jun  | 7,82  | Jun  | 27,02 | Jun | 27,42 |
| Jul  | 12,53 | Jul  | 27,64 | Jul | 28,87 |
| Ago  | 15,54 | Ago  | 26,76 |     |       |
| Sept | 16,97 | Sept | 28,37 |     |       |
| Oct  | 21,58 | Oct  | 27,49 |     |       |
| Nov  | 22,30 | Nov  | 27,27 |     |       |
| Dic  | 21,51 | Dic  | 26,96 |     |       |



### EL TIPO DE CAMBIO DE CONVERTIBILIDAD Y EL TIPO DE CAMBIO DE MERCADO

El tipo de cambio de convertibilidad (TCC) –calculado como el cociente entre la base monetaria y el nivel de reservas- se ubicaba a fin de julio en **2,60** mientras que el tipo de cambio de mercado (TCM) ascendía a 2,98.

De este modo, persiste la tendencia a la caída del TCC que, durante muchos meses se había mantenido por encima del TCM.

