



Pontificia Universidad Católica Argentina - Facultad de Ciencias
Económicas- Escuela de Economía "Francisco Valsecchi"

Rector: Pbro. Dr. Víctor M. Fernández

Decano: Dr. Carlos G. Garaventa

Director Escuela de Economía Francisco Valsecchi: Dr. Fernando Nicchi

**Programa de Desarrollo e Instituciones: Dr. Ernesto O'Connor – Dr.
Marcelo Resico**

Programa de Desarrollo e Instituciones

Informe Macroeconómico y de Crecimiento Económico (IMC)

Año 12 – Número 1 – Marzo de 2013. Fecha de elaboración: 25/3/2013

Ensayo

Efectos de la política monetaria a comienzos de 2013

Dr. Ernesto A. O'Connor.....3

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.

Email: eoconnor@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

Efectos de la política monetaria a comienzos de 2013

Dr. Ernesto A. O'Connor

La política monetaria, cambiaria y crediticia en la actualidad es el resultado de una suma de cambios que operaron desde fines de 2011, y que profundizaron algunas tendencias observadas en el período anterior. El actual objetivo de la política monetaria es evitar la salida de dólares, para mantener las reservas del BCRA, para que éstas garanticen el equilibrio macroeconómico, financiando al Tesoro Nacional (Reforma Carta Orgánica del BCRA de 2012), junto a la emisión monetaria, contenida hasta comienzos de 2013 a un ritmo de crecimiento por debajo del 40% anual. Por eso se implementó el cepo cambiario.

Si bien la política monetaria no determina el resultado de nivel de actividad económica, su importancia como eje central de la política macroeconómica (junto con la política fiscal) es más que relevante. Así, el resultado de la economía ha sido finalmente de estancamiento con inflación en 2012. Con un arrastre estadístico bajo para 2013, de confirmarse esta tendencia habría crecimiento del orden de 2/2.5% anual, pero se estaría en un proceso de estanflación estructural.

Ensayo

Efectos de la política monetaria a comienzos de 2013

Dr. Ernesto A. O'Connor¹

La política monetaria, cambiaria y crediticia en la actualidad es el resultado de una suma de cambios que operaron desde fines de 2011, y que profundizaron algunas tendencias observadas en el período anterior.

¹ Director del PDI. Profesor de Crecimiento y Desarrollo Económico (UCA) eoconnor@uca.edu.ar

El actual objetivo de la política monetaria es evitar la salida de dólares, para mantener las reservas del BCRA, para que éstas garanticen el equilibrio macroeconómico, financiando al Tesoro Nacional (Reforma Carta Orgánica del BCRA de 2012), junto a la emisión monetaria, contenida hasta comienzos de 2013 a un ritmo de crecimiento por debajo del 40% anual. Por eso se implementó el cepo cambiario.

Por el lado de la política crediticia, no presenta tantos cambios con respecto a antecedentes históricos. El Sector Público financia intensivamente créditos a determinados sectores y a inversiones hipotecarias sociales, como así también al Tesoro de manera casi permanente desde hace unos años. El crédito privado se orienta a préstamos personales y de tarjetas de crédito, en un esquema económico orientado a fomentar el consumo privado.

Por otra parte, la política cambiaria ha derivado en la implementación desde mayo de 2011 de un “cepo cambiario”: un control de cambios que implica la imposibilidad de salida de divisas, sea tanto por compra de particulares para atesoramiento, turismo u operaciones inmobiliarias, como por empresas transnacionales para el giro de utilidades al exterior. El control del comercio exterior incluye las regulaciones como las licencias no automáticas para las importaciones, como así también la Declaración Jurada Anticipada de Importación (DJAI) ante la AFIP, entre otras. La sucesión de modificaciones en materia regulatoria demora las operaciones, y es un instrumento aplicado.

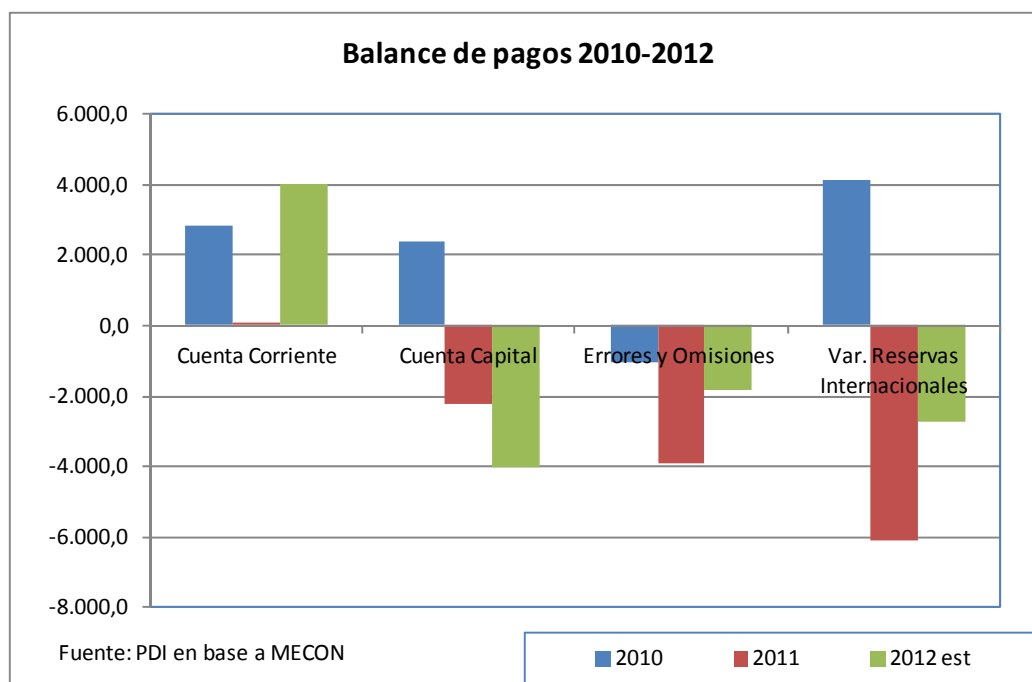
El resultado es menores importaciones, por ende menor salida de dólares, pero también menores exportaciones, por ende menor entrada de dólares, por respuestas y represalias del resto del mundo y problemas de competitividad de las exportaciones argentinas. Una alta brecha cambiaria es subfacturación de exportaciones, y un aliciente para aumentar las importaciones. Los capitales, pese a los controles, siguen saliendo, y hay una menor entrada de IED.

En materia internacional, estas medidas comerciales generaron algunas respuestas. Hubo quejas iniciales de los países del MERCOSUR, sobre todo de Brasil, Uruguay y Paraguay. Por su parte, EE.UU. quitó a productos argentinos del Sistema Generalizado de Preferencias (SGP). Unos cuarenta países presentaron reclamos ante la OMC por restricciones a importaciones y por acciones de gobierno sobre empresas multinacionales. La Unión Europea introdujo en enero de 2013 restricciones a las importaciones de biodiesel que

afectan de manera decisiva a las exportaciones argentinas, en un mercado de US\$ 2.000 M.

Es interesante el análisis del Balance de Pagos. En 2011 habría habido Déficit de Cuenta Corriente, pues contablemente se registró superávit de US\$ 7 M, pero con Errores y Omisiones por US\$ 3.928 M. De este modo se habrían terminado los superávit gemelos, pues desde 2011 se registra déficit fiscal.

Esta situación incluyó una Formación neta de activos externos del Sector Privado No Financiero (BCRA) en 2011 de US\$ 21.504 M. El cepo cambiario permitió que en 2012 esa cifra se redujera a una fuga de capitales de US\$ 3.404 M, siempre en base al Informe Cambiario del BCRA.



El rol del BCRA era mantener el valor de la moneda hasta la Reforma de la Carta Orgánica del BCRA de 2012, cuando se introdujeron objetivos de crecimiento y de empleo, como así también el financiamiento del Tesoro Nacional. Para el BCRA, el país no sufre una escasez de dólares, por las altas reservas, y el cepo cambiario busca evitar que las divisas ahorradas por los argentinos queden "ociosas".

En realidad, la Argentina tiene casi medio PIB en el exterior (39%), bajo la forma de Activos Externos del Sector Privado: US\$ 163.856 M de netos de IED

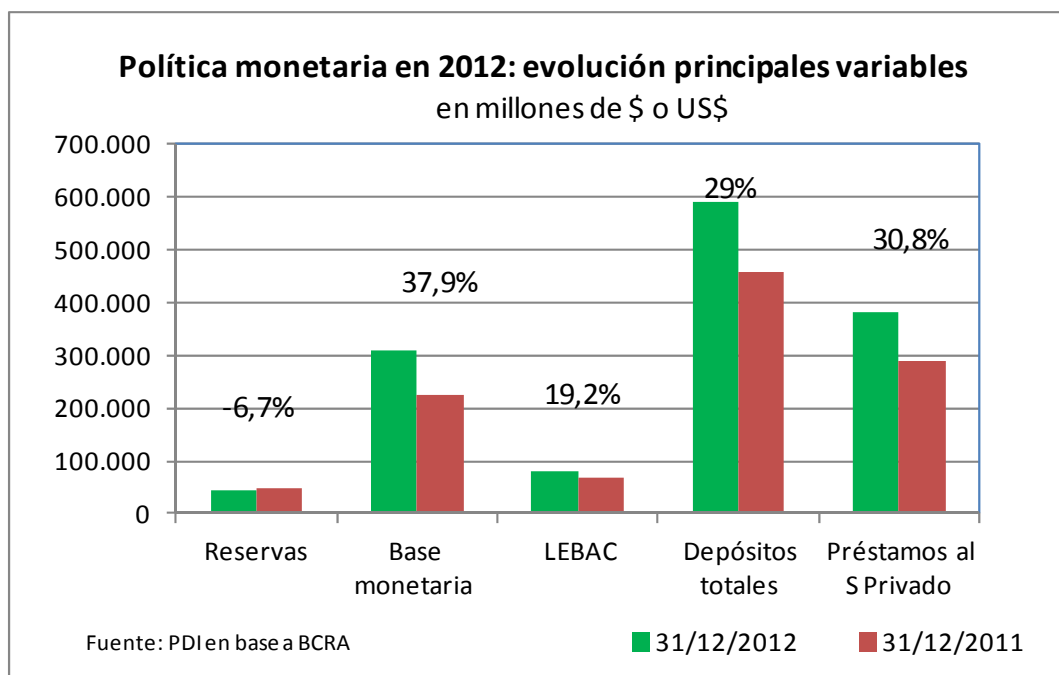
argentina en el exterior, vs. U\$S 420.000 M de PIB, sobre datos de Mecon, valuados al IPC del INDEC.

Con estas medidas, la política económica busca tener el monopolio de divisas, para garantizar el financiamiento del Tesoro, en un modelo económico donde el Estado es el asignador de recursos. Pero esto afecta las expectativas y los incentivos del sector privado, asignándole a las medidas una no neutralidad elevada.

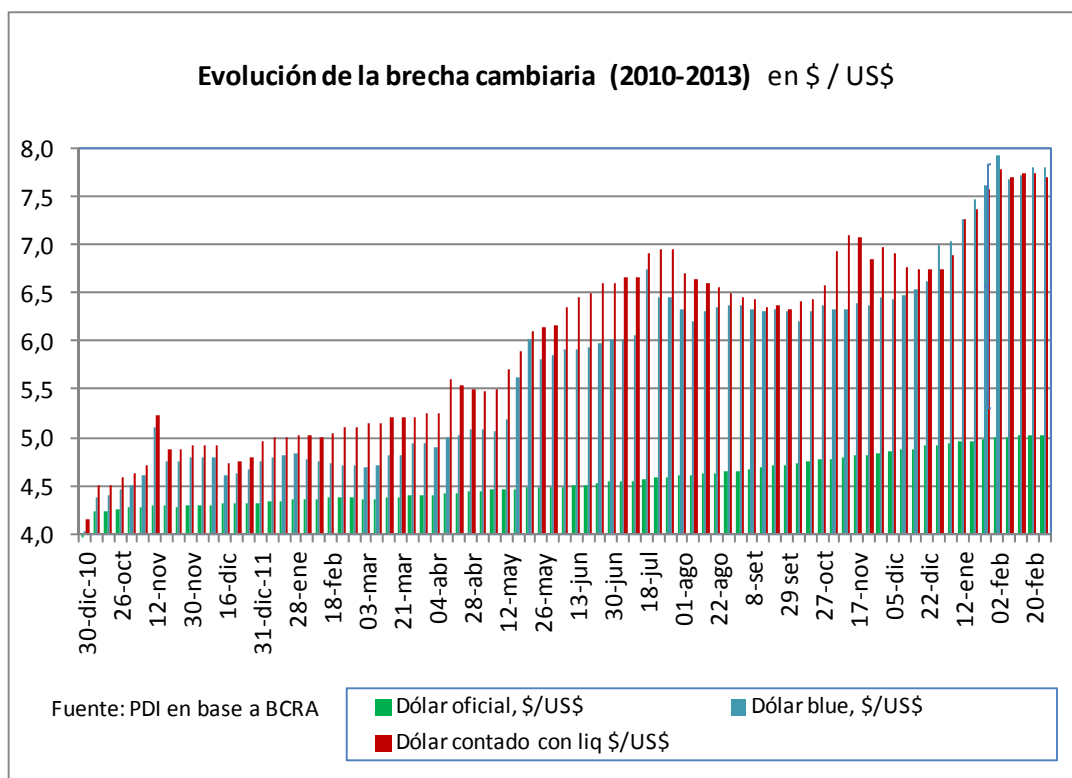
El consumo privado sigue siendo el objetivo del crecimiento, con una expansión del mercado interno. El rol de la Unidad Ejecutiva Interdisciplinaria de Monitoreo es permanente en materia de control de precios. El congelamiento de precios de supermercados grandes y "chinos" y de las cadenas de electrodomésticos es una de las medidas más aplicadas. Con todo, hay desequilibrios regionales: la política económica auspicia el consumo en los grandes centros metropolitanos, pero no en el interior productivo del país, dado que los bienes no transables siguen financiando a los bienes transables, vía retenciones y regulaciones que disminuyen la renta en el interior, renta que es redistribuida vía gasto público en los grandes centros metropolitanos.

Los múltiples roles del BCRA

El BCRA tiene varios objetivos desde que se modificó su carta orgánica. Con sus reservas debe financiar al Tesoro, para limitar el déficit fiscal. Así, realizó mayores transferencias al Tesoro en 2012, para lo cual incrementó la emisión monetaria, que creció al 38% anual. Es la "dominancia fiscal" de la política monetaria, que indirectamente favorece la brecha cambiaria alta. El BCRA moderó la política monetaria en enero, pues en las licitaciones de letras retiró de circulación \$ 10.758 M, pero habrá que esperar el curso del año para confirmar tendencias, pues siempre diciembre es más expansivo y enero y febrero menos.

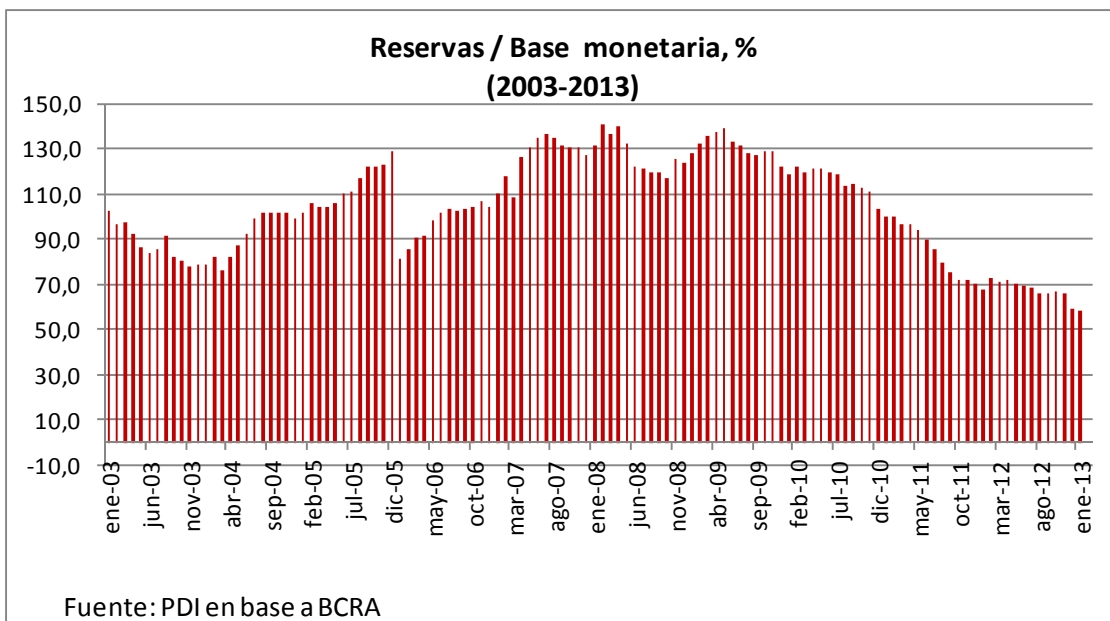


En la práctica, el BCRA se maneja con la inflación oficial de 11% anual, si bien existe una medición de inflación del orden de 25.6% anual del Índice Congreso (2012), y la tasa de crecimiento de la emisión monetaria ha sido del 37.9% anual, manteniendo las tasas reales negativas (BADLAR por debajo del 16% anual). De esta manera, al no haber una política de estabilización, el peso pierde valor. Al no reconocer la inflación observada, que es el motivo central de repudio de tenencias excedentes del peso, y al prohibir ahorrar en divisas, frente a una tasa BADLAR menor al 16% anual, la tenencia de pesos excedentes se torna indeseada. Así, la brecha cambiaria ha trepado hasta el 60% a marzo de 2013. Por su parte, la tasa de devaluación fue del 20% promedio desde IV-12, lo que pareciera mostrar objetivos de tipo de cambio oficial algo más depreciado, habiéndose señalado oficialmente que a fines de 2013 podría estar en \$/US\$6. Con todo, el valor del blue ha tocado los \$/US\$8.75 a mediados de marzo, evidenciando un problema de coordinación de expectativas.



Por el lado de las reservas internacionales del BCRA, a fin de 2012 llegaban a US\$ 43.150 M, con un caída anual de US\$ 3.215 M con respecto a fin de 2011, y una baja de US\$ 8.995 M en relación a fines de 2010. A mediados de marzo de 2013 totalizan US\$ 41.613 M, equivalentes a US\$ 10.532 M menos que en diciembre de 2012, confirmando una tendencia decreciente.

Por el momento, una relación clave, el ratio Reservas/ Base Monetaria, se mantiene, pero con la misma tendencia decreciente, cayendo 58% entre julio de 2009 (último máximo) y enero de 2013, ubicándose en 58.4%, cuando hace tres años era de 139%. Esta relación ya tiene neteados los depósitos en moneda extranjera en bancos privados, que en octubre de 2011 eran de US\$ 14.914 M, a fin de enero habían caído US\$ 7.157 M (48%). El ratio es clave considerando las transferencias crecientes del BCRA al Tesoro, la caída en las reservas internacionales desde 2009, a pesar del cepo cambiario en 2012, y la mayor emisión monetaria, lo que puede desembocar en una crisis de expectativas, en la medida en que se perciba que esta relación se puede deteriorar más en 2013 y 2014. Con todo, el cepo cambiario opera en contra de una eventual corrida bancaria, pues la compra de divisas se encuentra prohibida.



Impactos de la política monetaria sobre la actividad económica

Si bien la política monetaria no determina el resultado de nivel de actividad económica, su importancia como eje central de la política macroeconómica (junto con la política fiscal) es más que relevante. Así, el resultado de la economía ha sido finalmente de estancamiento con inflación en 2012. El concepto de estancamiento significa crecimiento bajo, nulo o apenas negativo. El Estimador Mensual de Actividad, EMAE (INDEC) registró un crecimiento de 1.9% anual. Pero las estimaciones privadas son diferentes. Para el estudio OJF la economía cayó 0.3%, mientras que para la consultora Elypsis creció 1%. Con inversión y exportaciones en baja, pero con consumo privado aún sostenido y gasto público nacional expansivo, es probable que la economía haya crecido entre 0.5% y 1% anual. Esto relativizado en el contexto regional, donde la CEPAL informó que el PIB de América Latina creció 4.3% en 2012, es un resultado relativamente inferior.

Por el lado de la inflación, el IPC (INDEC) ha medido 10.8% y el IPC Congreso 26.3% anual, una cifra más alineada con la suba de la recaudación tributaria (especialmente de los impuestos al consumo) y con los incrementos salariales otorgados. La tasa de desempleo (INDEC) registró un 7.2% a mediados de 2012.

En definitiva, la economía creció poco en 2012, se podría argumentar que algo menos de 1% anual, con una inflación observada del orden del 26%. Con un

arrastre estadístico bajo para 2013, del orden de 1%, de confirmarse esta tendencia, habría crecimiento del orden de 2/ 2.5% anual, pero se estaría en un proceso de estanflación estructural, con algunos ejes del crecimiento sectorial aletargados. Una cosecha demorada por el clima e inferior a lo previsto, agroindustria e industria manufacturera con problemas de competitividad y tipo de cambio atrasado con alta inflación, un Brasil que no crece lo esperado, la UE con sus problemas extendidos, EE.UU. ante un ajuste fiscal que reducirá su crecimiento, un comercio mundial que no tendrá un boom, dado el alto pero menor nivel de demanda de las economías asiáticas.
