



EFFECTO DEL CONTEXTO INTERNACIONAL EN LOS TÉRMINOS DE INTERCAMBIO

Documento de Trabajo N° 27

Septiembre de 2007

Autoridades de Fundación para el Cambio

Presidente

Carlos Melconian

Vicepresidente

Rodolfo Santangelo

Secretario

Claudio Mauro

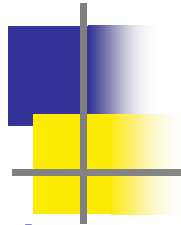
Tesorera

Verónica Sánchez Quintana

Director Ejecutivo

Edgardo Cenzone

**25 de mayo 555 piso 10, (C1002
AAO) Buenos Aires - Tel. 4313-3825 - cambio@iplanmail.com.ar**



Consecuencias de la crisis

✓ Acerca de las consecuencias de la reciente crisis financiera internacional dos cuestiones relevantes a considerar:

1) ¿Altera el *status quo* de la economía mundial en la cual Estados Unidos es el “centro” y el dólar es la moneda de reserva internacional?

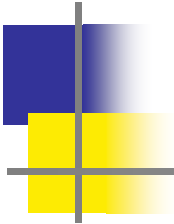
2) ¿Cuáles serán las consecuencias de la crisis en términos de crecimiento de las economías avanzadas y sus efectos sobre el resto de la economía mundial?

✓ Respecto a la primera cuestión el dólar parece todavía mantener su posición como moneda de reserva internacional. Ante la incertidumbre reinante, son los bonos de mediano y largo plazo del Tesoro de los Estados Unidos donde se refugia la riqueza financiera (*flight to quality*). De no modificarse esta posición privilegiada tampoco se alteraría sustancialmente el “equilibrio” internacional, tan discutido desde hace varios años por no pocos economistas que ven insostenibles los desbalances entre las economías (particularmente el déficit de cuenta corriente de EEUU).



Efectos sobre el crecimiento y los precios internacionales

- ✓ De todos modos es difícil que la crisis no afecte el crecimiento de la economía mundial y particularmente a los países desarrollados. Una retracción del consumo, la inversión y del crecimiento de las naciones más avanzadas seguramente disminuirá la demanda de productos primarios y sus manufacturas y consecuentemente los precios en los mercados internacionales de estos *commodities*. La duda es la magnitud de los efectos porque, por un lado, la crisis se ha contagiado y extendido, pero por otro, hay analistas que sostienen que la situación internacional es sólida.
- ✓ Entonces, la crisis financiera internacional no sólo eleva el costo y restringe la disponibilidad de financiamiento de mercado de economías como la Argentina, que enfrenta períodos con crecientes necesidades financieras, sino que además sufriría los efectos reales de una disminución de los términos de intercambio, esto es la caída en el precio relativo de las exportaciones argentinas respecto de los precios de las importaciones.



Efectos de un deterioro transitorio en los TI

✓ La magnitud de los efectos reales de la crisis y la percepción sobre su persistencia sugiere escenarios diferenciados, según el deterioro de los términos de intercambios se perciba como **permanente** o **transitorio**.

✓ Cabe esperar que un deterioro temporario, provocado por ejemplo por una caída en los precios de nuestras exportaciones por un solo año para luego volver a los niveles previos, no disminuya significativamente la percepción de “riqueza” de las familias, y consecuentemente no modifique el patrón de consumo de los habitantes. Se supone que la reducción transitoria en los ingresos de la economía se financia “pidiendo prestado” (aumentando el déficit de cuenta corriente), o en el caso argentina disminuyendo el superávit. La contrapartida sería una apreciación del TCR en el corto plazo. El TCR en el largo plazo no se vería afectado si el efecto ingreso negativo o pobreza es compensado por el efecto sustitución según el cual aumenta la producción y el empleo de bienes sustitutos de importaciones.



Efectos de un deterioro permanente en los TI

- ✓ En cambio, una disminución **permanente** en los precios relativos de nuestras exportaciones afecta negativamente la percepción de “riqueza” de las familias y reclama un ajuste en el consumo de las familias. dada la magnitud del efecto pobreza no corresponde postergar el ajuste en el consumo a través de la financiación del menor ingreso sea con déficit o reducción transitoria de superávit.
- ✓ En este caso, cabe esperar que el efecto ingreso negativo supere al efecto sustitución, determinando un TCR más depreciado en el largo plazo, siempre respecto a la situación previa al deterioro permanente en los términos de intercambio.
- ✓ Antes de simular los escenarios, correspondientes a un deterioro transitorio y otro permanente en los términos de intercambio, presentamos lo que llamamos escenario base, que proyecta las principales variables externas de la economía argentina asumiendo la continuidad de la política de acumulación de reservas y TCR competitivo, sin *shock* alguno.



Simulaciones: Estrategia de TCR “competitivo”

- ✓ Los efectos de disminuciones de los términos de intercambio, sean transitorias o permanentes, se analizan a partir de un escenario base que asume la continuidad de la política de acumulación de reservas orientada a sostener un TCR “competitivo” en un contexto internacional en el cual los Estados Unidos continúa siendo el “centro” de la economía mundial y el dólar la reserva internacional de valor.
- ✓ Este escenario es tan solo una referencia a partir del cual se elaboran los dos escenarios que simulan el deterioro de los términos de intercambio en que puede derivar la presente crisis financiera internacional.



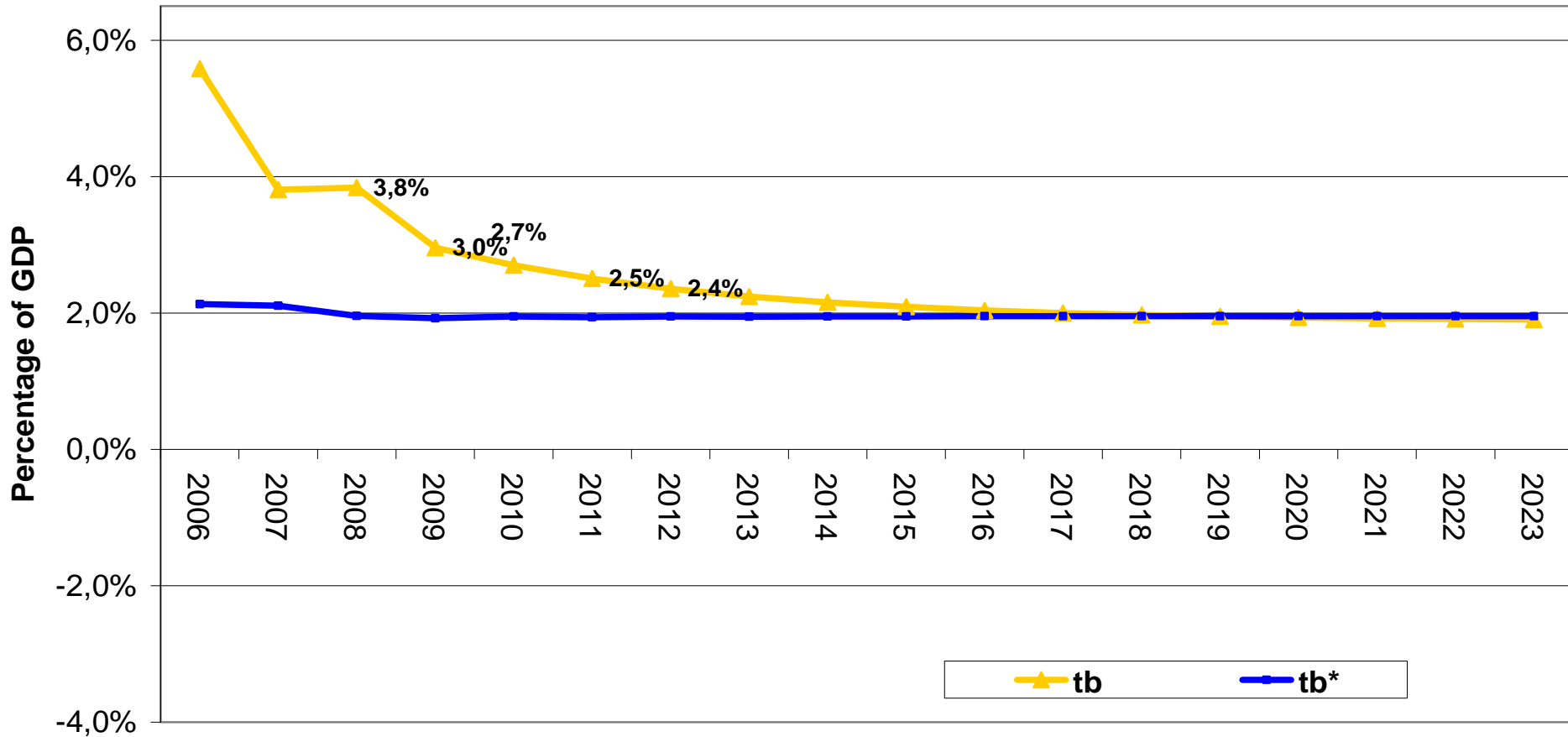
Supuestos del escenario base

El escenario base asume una serie de supuestos “optimistas” respecto a la evolución de la economía nacional e internacional:

- Tasa de crecimiento del PIB potencial: ($g = 4\%$), superior al promedio histórico (3%).
- Prima de riesgo país: ($\rho = 350$ puntos básicos)
- Sostenibilidad del contexto económico internacional, sin mayores interrupciones.
- Los coeficientes de modelo utilizado para las simulaciones son tales que, ante cambios en los parámetros, implican ajustes suaves en el corto plazo en su trayectoria hacia sus nuevos valores de equilibrio en el largo plazo.
- Las políticas económicas (monetaria, fiscal, comercial, de inversiones externas) son tales que permiten sostener la estrategia de TCR “competitivo”.

Estrategia de “TCR Competitivo”

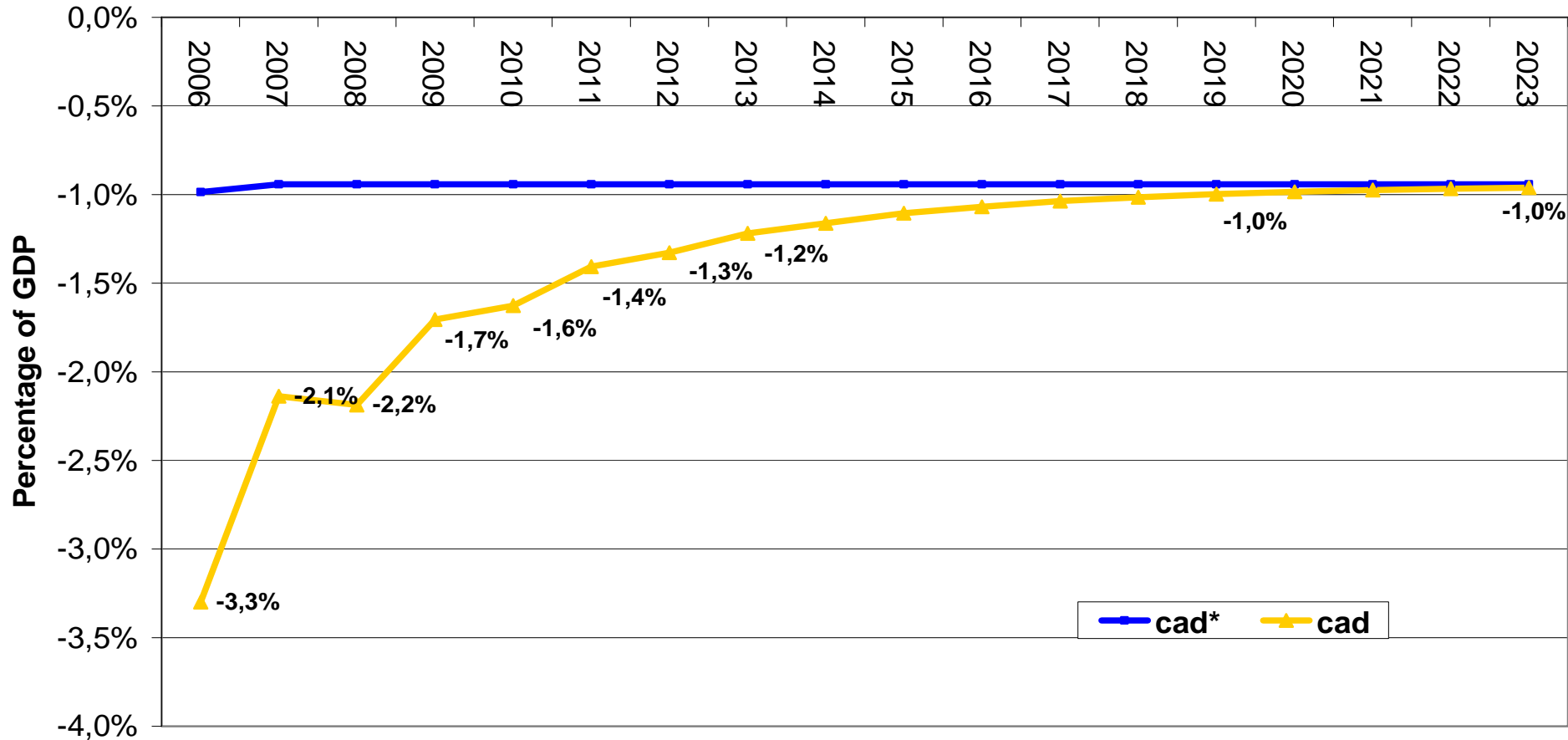
TRADE BALANCE
SHORT (tb) and LONG RUN "EQUILIBRIUM" (tb*)
SCENARIO I



Estrategia de “TCR Competitivo”

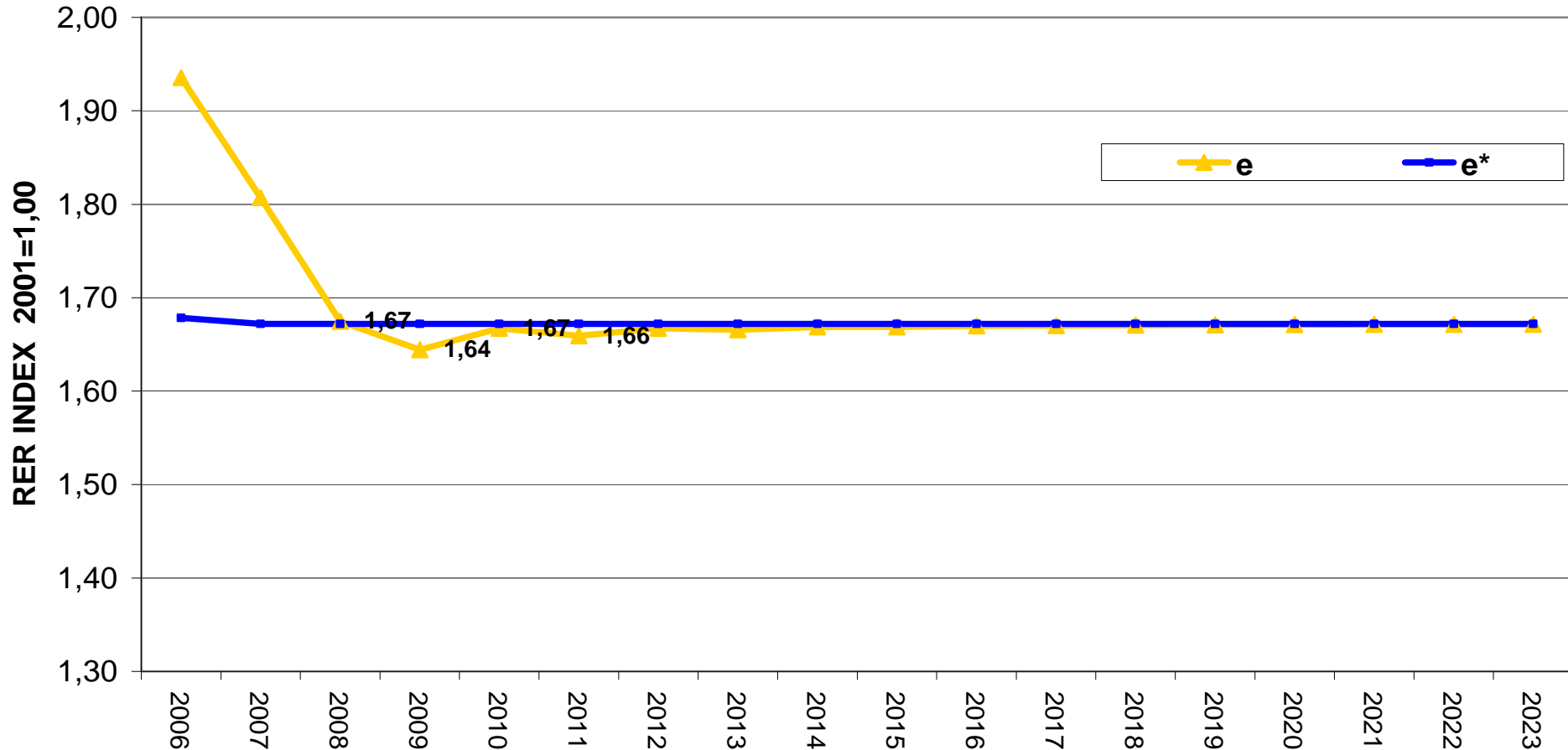
**CURRENT ACCOUNT DEFICIT:
SHORT (cad) and LONG RUN (cad*) "EQUILIBRIUM"**

SCENARIO I



Estrategia de “TCR Competitivo”

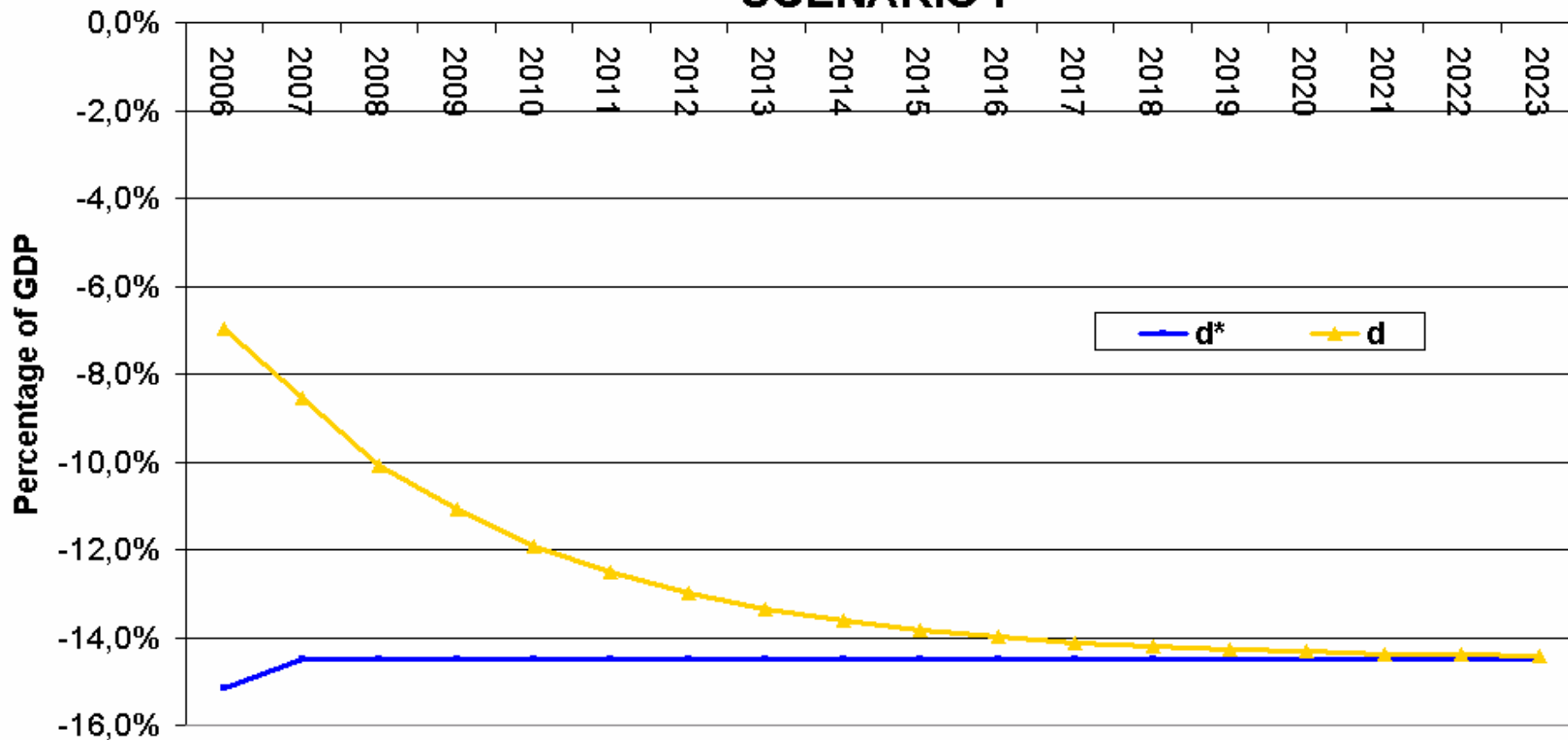
REAL EXCHANGE RATE:
SHORT (e) and LONG RUN (e*) "EQUILIBRIUM"
SCENARIO I



Estrategia de “TCR Competitivo”

NET EXTERNAL LIABILITIES (+) or ASSETS (-):
SHORT (d) and LONG RUN (d*) "EQUILIBRIUM"

SCENARIO I

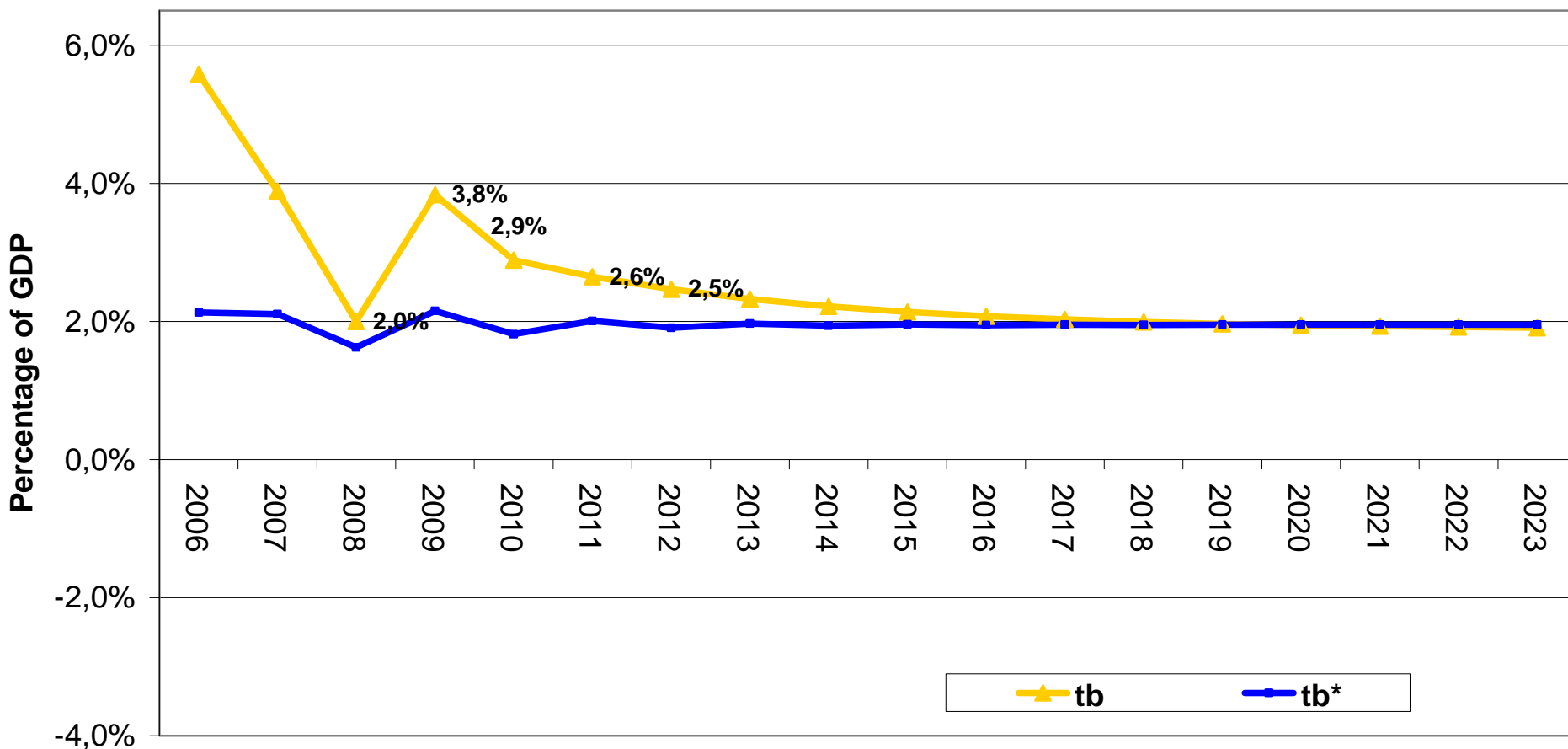


Deterioro Transitorio de Términos de Intercambio

- ✓ Supuesto 1: Los precios de las exportaciones caen ^{temporariamente} 10% en relación a los precios de importaciones. Se asume una disminución en los precios internacionales de los productos primarios y de las manufacturas de origen agropecuario un 20% en 2008, luego recuperan sus niveles previos. Este supuesto tan solo profundiza las caídas pronosticadas por el FMI (WEO) antes de la crisis: trigo -12%, aceite de soja -8%, maíz -7%, metales -15%.
- ✓ Supuesto 2: No se altera el TCR de largo plazo. Debido a la transitoriedad del cambio, el efecto ingreso negativo (“pobreza”) que reduce el consumo es pequeño y compensado por el efecto sustitución que favorece la producción de sectores competitivos elevando la demanda laboral. Con estos supuestos se reduce balance comercial en el corto plazo. Dado que la absorción doméstica no cambia, el sostenimiento de los niveles consumo se logra con mayor financiamiento externo (menor superávit de cuenta corriente).
- ✓ Supuesto 3: Hay implícito un cambio temporario de *portfolio*, mayor demanda por pasivos externos netos argentinos, menor superávit de cuenta corriente y apreciación cambiaria real en el corto plazo. La apreciación del TCR reduce el crecimiento del PIB real en 2008 a 2,5%, lo cual compensa en parte el efecto final sobre el balance comercial.

Deterioro Transitorio: el superávit comercial cae de 3,8% (escen. base) a 2% PIB en 2008

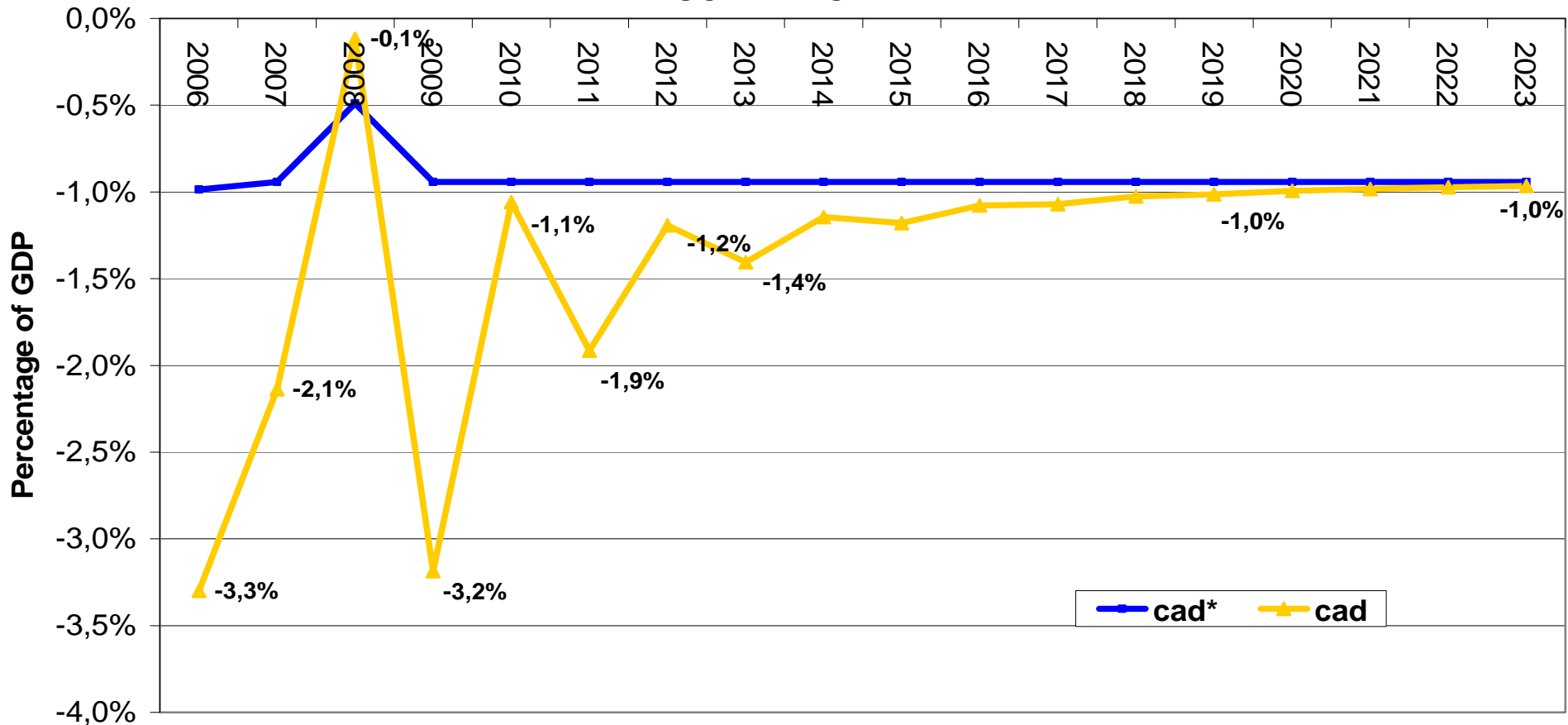
TRADE BALANCE
SHORT (tb) and LONG RUN "EQUILIBRIUM" (tb*)
SCENARIO II



Deterioro Transitorio: el superávit de cuenta corriente desaparece (2008) y luego reaparece

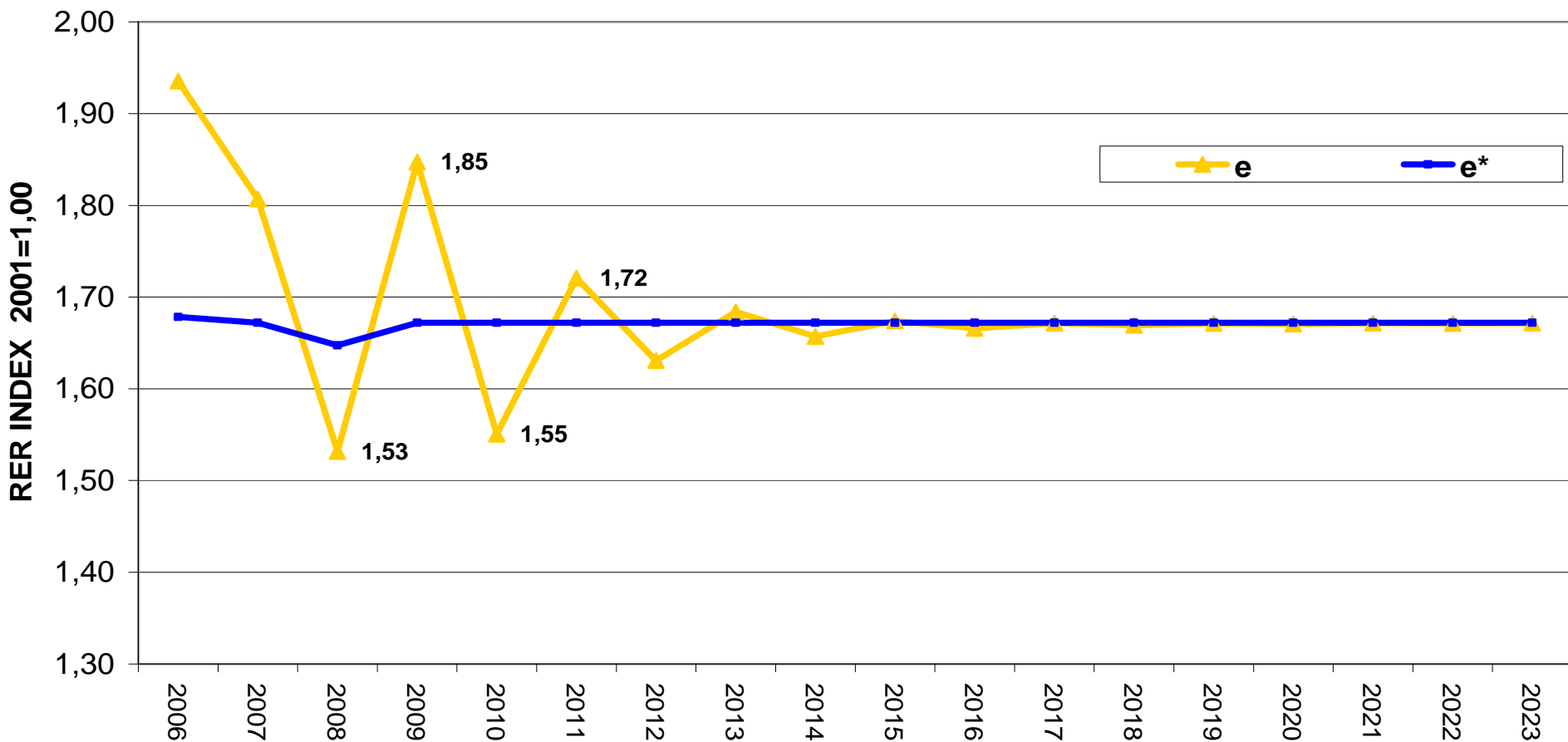
CURRENT ACCOUNT DEFICIT:
SHORT (cad) and LONG RUN (cad*) "EQUILIBRIUM"

SCENARIO II



Deterioro Transitorio: sendero del TCR muy volátil, apreciación en 2008 para luego depreciarse

**REAL EXCHANGE RATE:
SHORT (e) and LONG RUN (e*) "EQUILIBRIUM"
SCENARIO II**

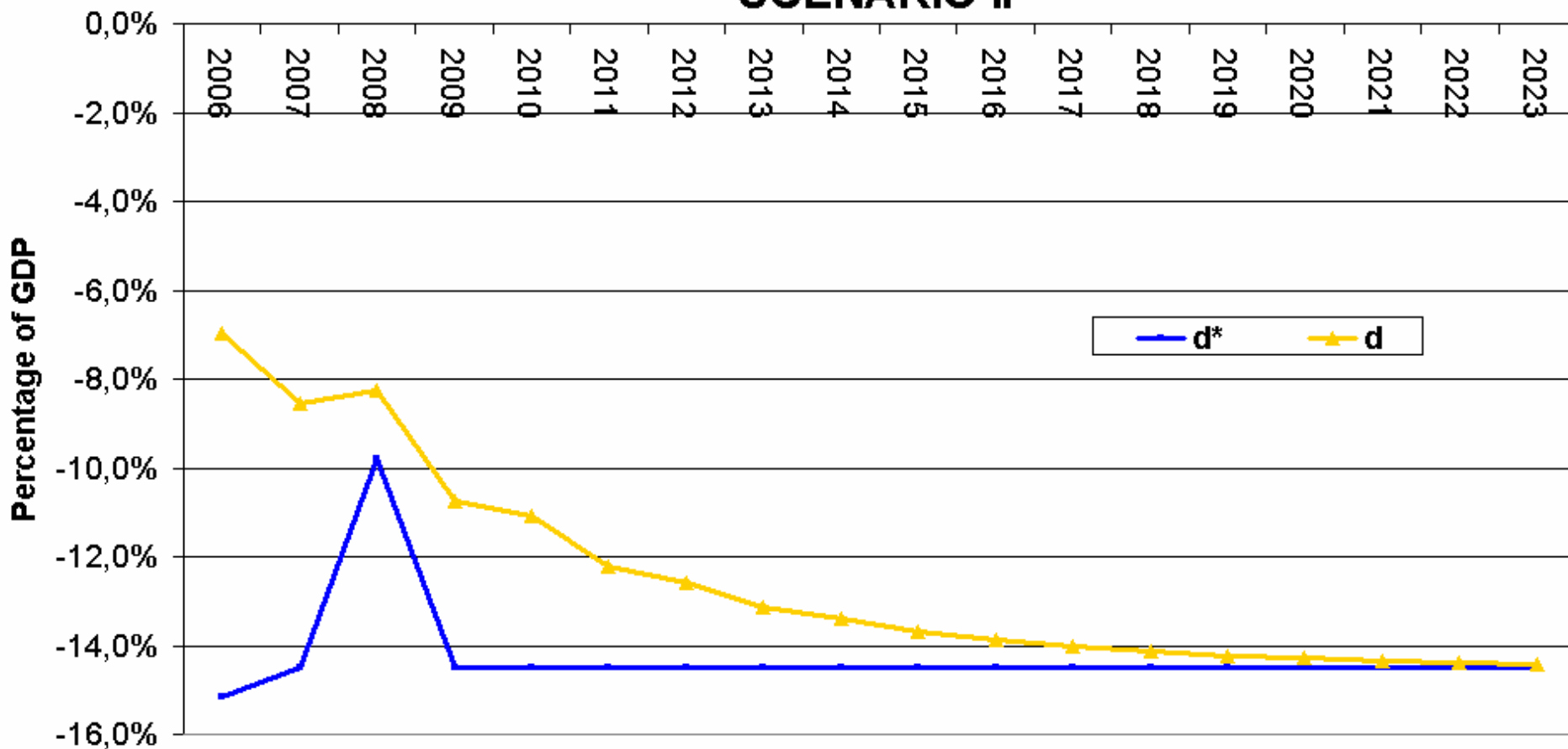


Deterioro Transitorio: la deuda externa

meta crece transitoriamente para financiar menor superávit

NET EXTERNAL LIABILITIES (+) or ASSETS (-):
SHORT (d) and LONG RUN (d*) "EQUILIBRIUM"

SCENARIO II





Deterioro Permanente de Términos de Intercambio

✓ Supuesto 1: La reducción en los precios internacionales de las exportaciones, que en el caso anterior se consideraba transitoria, se mantiene de modo permanente desde 2008 en adelante.

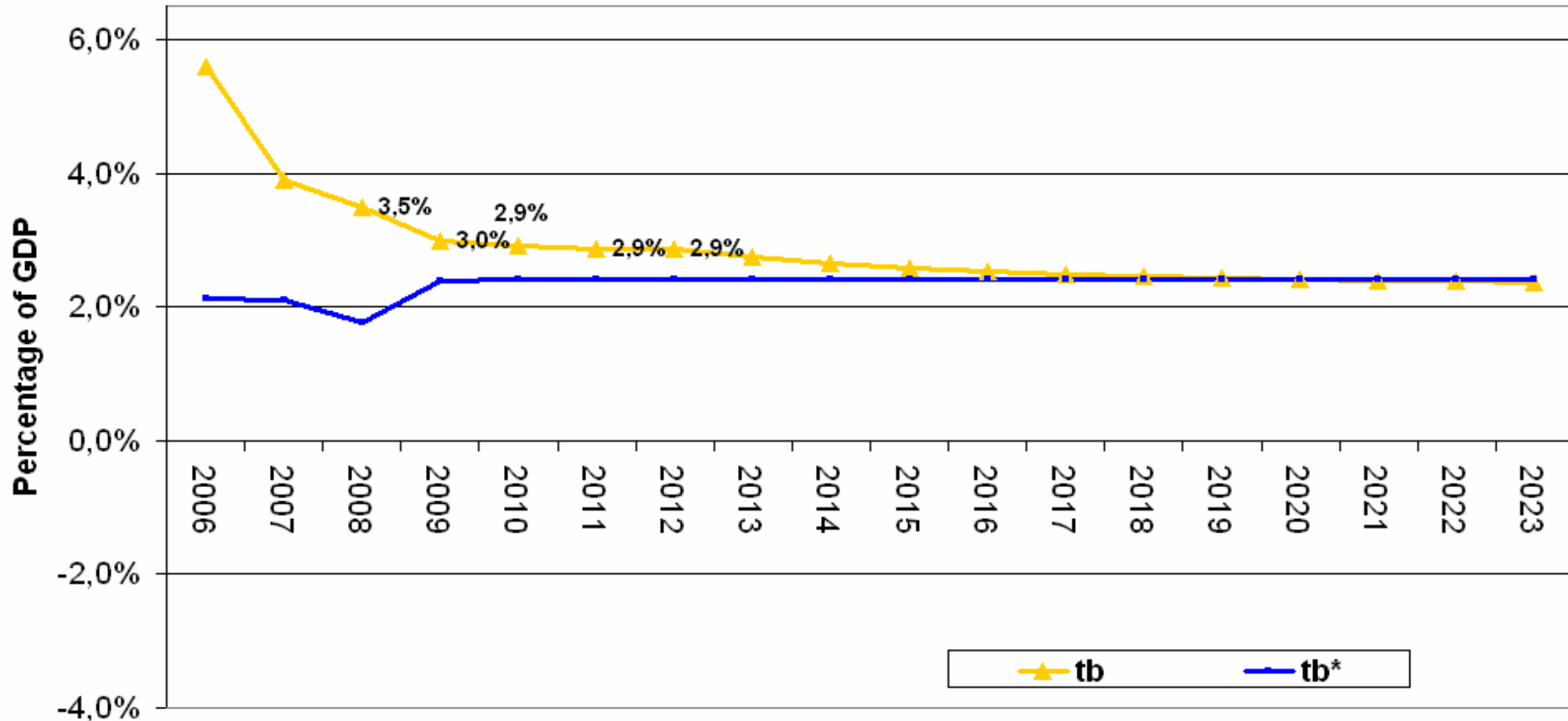
✓ Supuesto 2: El deterioro permanente en los términos de intercambio tiene efectos sobre el TCR en el largo plazo. Se asume que el efecto pobreza, que reduce el consumo, no alcanza a ser compensado por el efecto sustitución que favorece a los sectores competitivos de importaciones.

En la simulación el efecto pobreza se traduce en una reducción de la tasa de crecimiento del PIB potencial (menor productividad de largo plazo), que determina un déficit de cuenta corriente sostenible menor (o un superávit mayor), y un TCR de largo plazo más depreciado. Conjuntamente con la reducción del PIB potencial de 4% a 2,5% se asume una suba en la prima de riesgo país de 350 a 450 puntos básicos para todo el período de proyección.

✓ Supuesto 3: Se asume que la demanda neta por pasivos externos netos del país no se altera en términos del PIB.

Deterioro Permanente: se ajusta el consumo y se reduce muy poco el superávit comercial

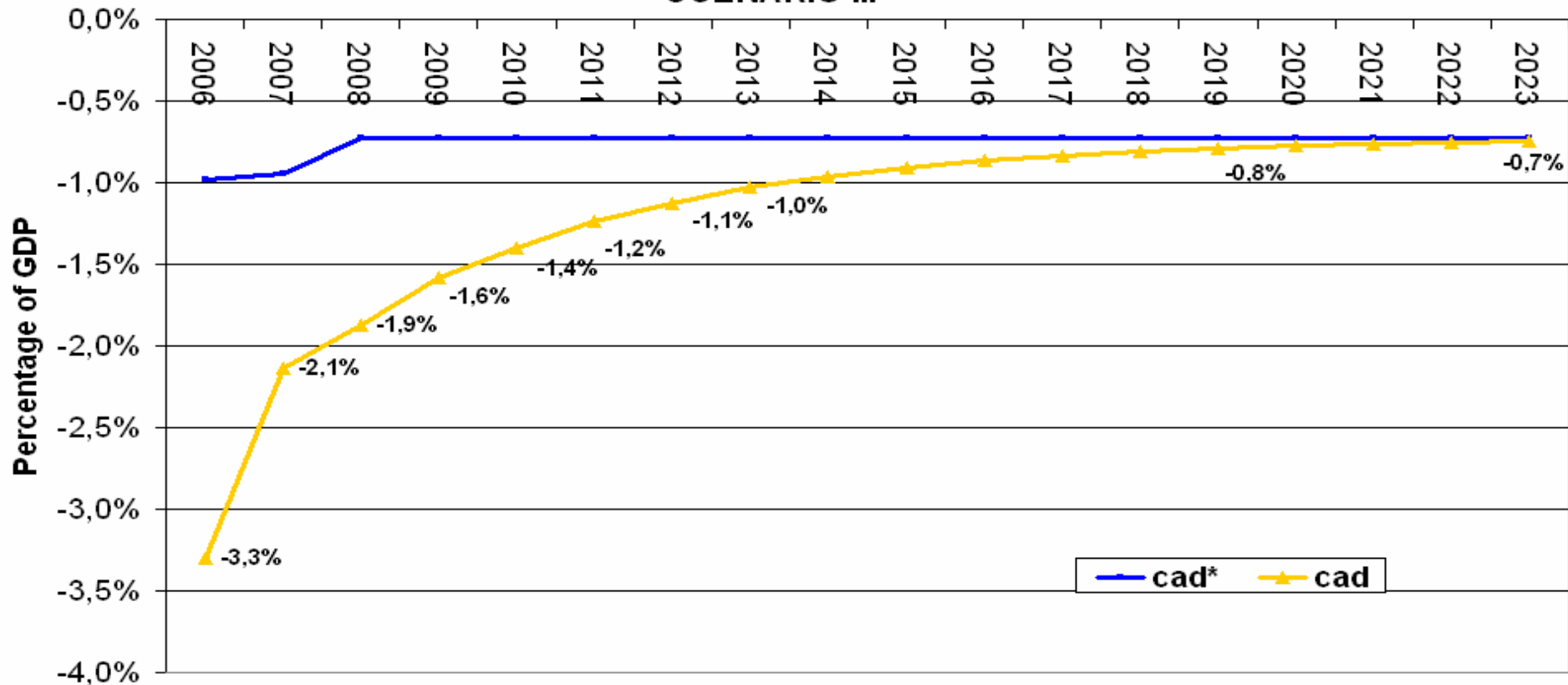
TRADE BALANCE
SHORT (tb) and LONG RUN "EQUILIBRIUM" (tb*)
SCENARIO III



Deterioro Permanente: también se sostiene el superávit de cuenta corriente

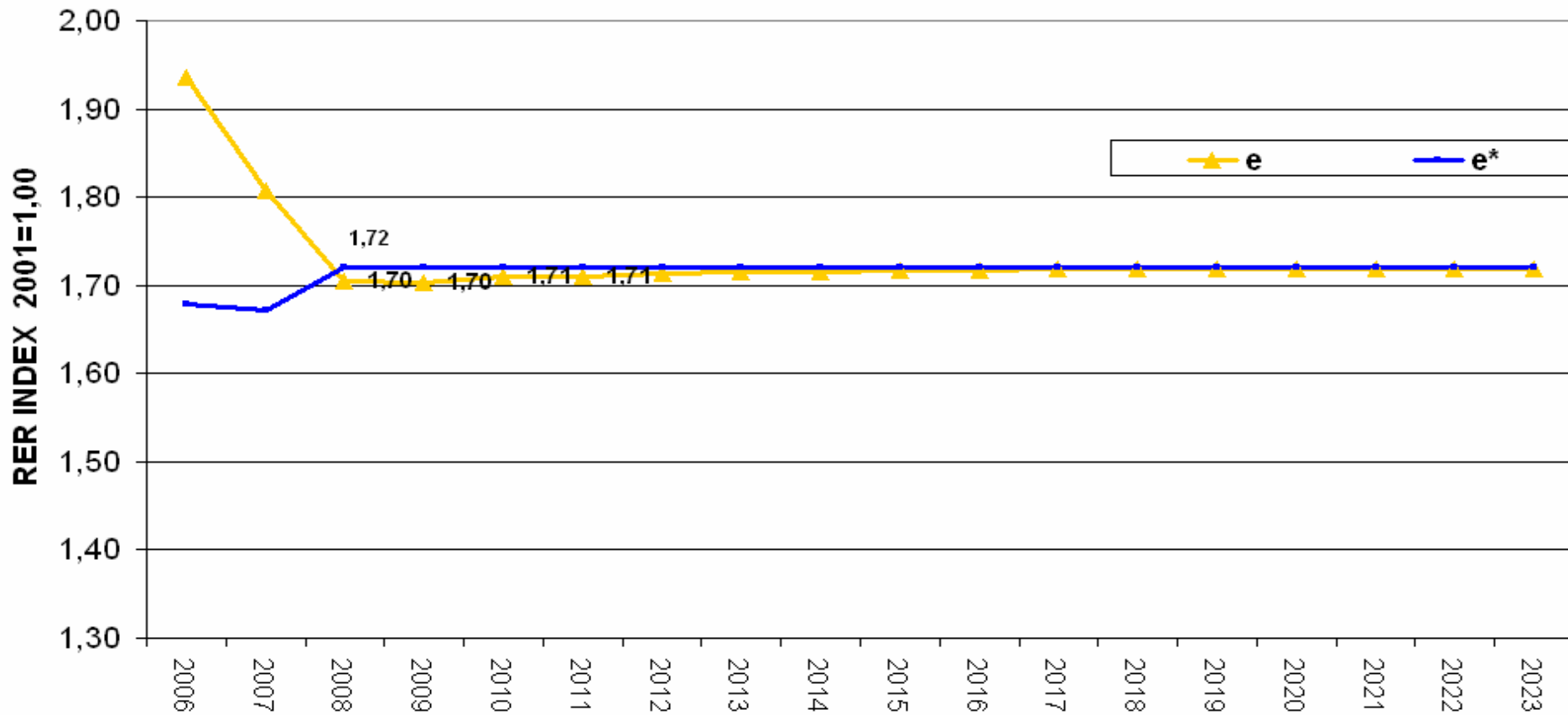
CURRENT ACCOUNT DEFICIT:
SHORT (cad) and LONG RUN (cad*) "EQUILIBRIUM"

SCENARIO III



Deterioro Permanente: TCR más depreciado, respecto al base, por caídas consumo y PIB potencial

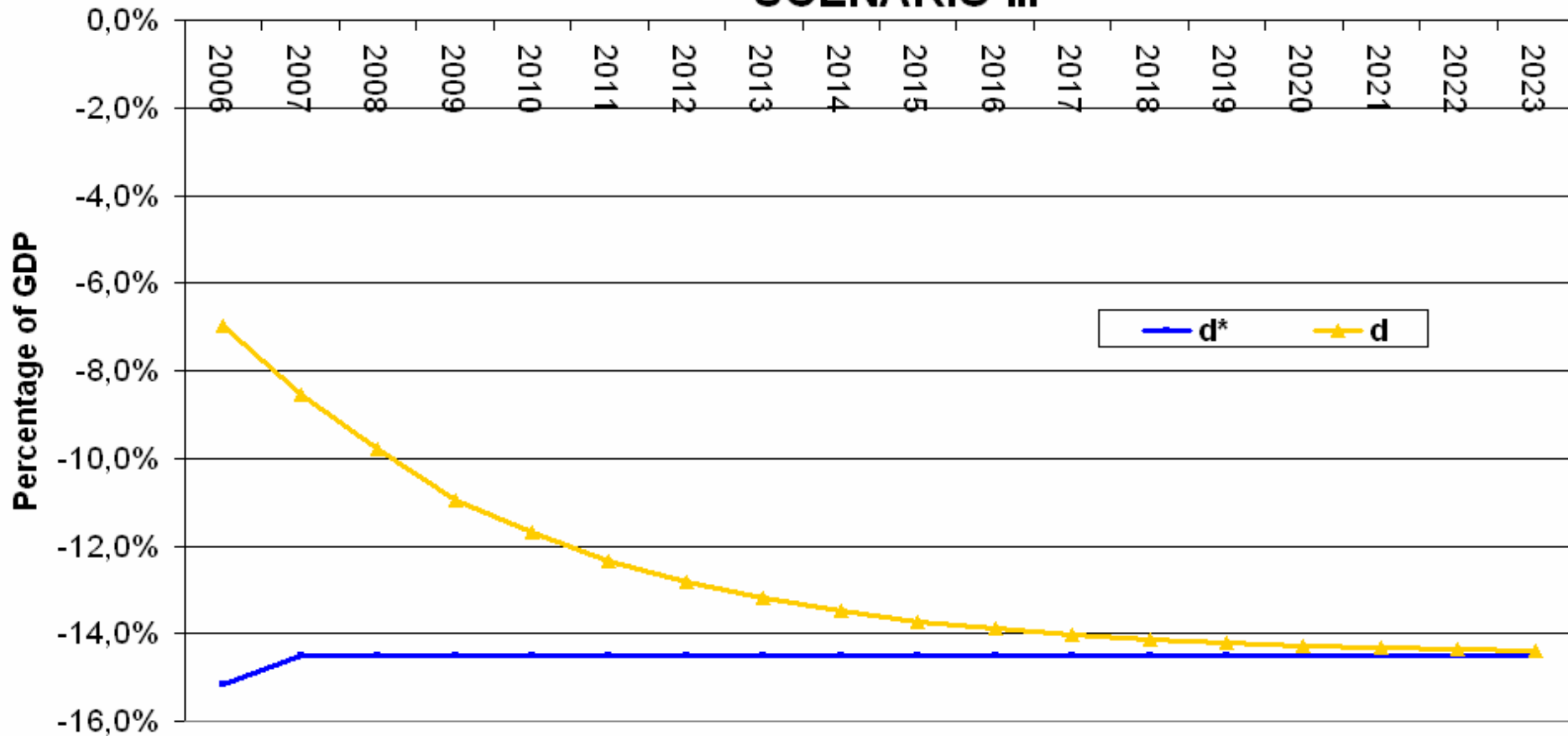
REAL EXCHANGE RATE:
SHORT (e) and LONG RUN (e*) "EQUILIBRIUM"
SCENARIO III



Deterioro Permanente: no se modifica el sendero esperado para la deuda neta sobre el PIB

NET EXTERNAL LIABILITIES (+) or ASSETS (-):
SHORT (d) and LONG RUN (d*) "EQUILIBRIUM"

SCENARIO III



Escenarios comparados:

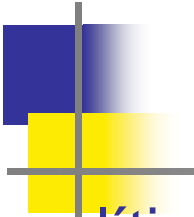
Tipos de cambio, precios y producto

	<i>Escenario base I</i>			<i>Escenario II</i>			<i>Escenario III</i>		
	TCR "competitivo"			Deterioro Transitorio TI			Deterioro Permanente TI		
<i>Fin de periodo (2001=1,00)</i>	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
E (tipo cambio \$ por US\$)	3,06	3,21	3,26	3,06	3,21	3,10	3,06	3,21	3,41
P* (IPC EEUU)	1,14	1,18	1,21	1,14	1,18	1,21	1,14	1,18	1,21
P (IPC Argentina)	1,82	2,10	2,36	1,82	2,10	2,45	1,82	2,10	2,43
e= E.P*/P (tipo cambio real)	1,91	1,80	1,67	1,91	1,80	1,53	1,91	1,80	1,70
E/P (poder compra)	1,68	1,52	1,38	1,68	1,52	1,27	1,68	1,52	1,40
1/e	0,52	0,56	0,60	0,52	0,56	0,65	0,52	0,56	0,59
P/E	0,60	0,66	0,72	0,60	0,66	0,79	0,60	0,66	0,71
<i>Variaciones %</i>									
E		5%	2%		5%	-3%		5%	6%
P*		3%	3%		3%	3%		3%	3%
P		16%	12%		16%	16%		16%	16%
e		-6%	-7%		-6%	-15%		-6%	-5%
E/P		-9%	-9%		-9%	-17%		-9%	-8%
1/e		7%	7%		7%	17%		7%	6%
P/E		10%	10%		10%	20%		10%	9%
g (PIB real promedio)		6,5%	4,0%		6,5%	2,5%		6,5%	2,5%
g* (PIB potencial)		4,0%	4,0%		4,0%	4,0%		4,0%	2,5%

Escenarios comparados:

Tipos de cambio, precios y producto

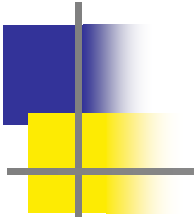
- ✓ En el escenario II, deterioro transitorio de los TI, el TCR más apreciado provoca una disminución en el crecimiento del PIB en el corto plazo que, dado un nivel de TCN (la política es no dejarlo apreciar demasiado), genera mayores presiones inflacionarias que van a seguir siendo fogueadas por más proteccionismo. Se dificulta el objetivo de sostener un TCR competitivo dada la volatilidad de la trayectoria en la transición hacia niveles de largo plazo, que no se ven modificados respecto al escenario base.
- ✓ En el escenario III, deterioro permanente de los TI, el TCR se deprecia más que en escenario base, como consecuencia de un menor crecimiento del PIB potencial. El deslizamiento del TCN atenta contra el objetivo inflacionario que requeriría una política macro más restrictiva dada la mayor brecha positiva del PIB producto del menor crecimiento potencial. Paradójicamente se facilita la tarea del BCRA de sostener el TCN, pero la estrategia de TCR “competitivo” se cumple en apariencia: la economía es menos productiva.
- ✓ Estos *trade off* entre corto y largo plazo nos llevan a analizar los requisitos de la estrategia de TCR “competitivo”.



¿Es sostenible la política de TCR “competitivo”?

La política de acumulación de reservas o TCR “competitivo” como estrategia de crecimiento requiere combinar TCR alto y elevada productividad. Condiciones para que la política de acumulación de reservas se convierta en una estrategia de crecimiento:

1. Retornar al *mix* apropiado de políticas macroeconómicas, política monetaria y cambiaria expansivas y política fiscal “contractiva” o anticíclica, de modo de asegurar solvencia externa y fiscal. Para ello el sistema monetario de flotación cambiaria administrada debía complementarse con una política fiscal que cumpla con leyes de responsabilidad fiscal y una regla fiscal que defina un superávit fiscal estructural (corregido por el ciclo económico) acorde con la solvencia fiscal. Nunca se hizo. No pocos economistas hoy ante los probables efectos de la crisis internacional proponen reducir fuertemente la tasa de crecimiento del gasto público, lo cual si hay recesión va resultar nuevamente en política fiscal procíclica, cuando lo correcto hubiese sido utilizar los fondos que deberían haberse ahorrado desde 2005.



¿Es sostenible la política de TCR “competitivo”?

2. Como estrategia de crecimiento de largo plazo la política de TCR competitivo es solamente compatible con apertura comercial, y no con proteccionismo creciente como forma de compensar la veloz apreciación cambiaria real producto, a su vez, de políticas macro ultra expansivas en un contexto de cierre de la brecha del producto. Las crisis financieras internacionales son tan solo una excusa para satisfacer los lógicos reclamos proteccionistas, del mismo modo que los deslizamientos del TCN (“crawling peg” no explícito) constituyen también un sustituto de la apreciación cambiaria real.

3. Respecto a la política de restricciones al movimiento de capitales, la estrategia de TCR “competitivo” requiere continuar con las restricciones a los flujos de capitales de corto plazo. Sin embargo, y al mismo tiempo, requiere promover la inversión directa extranjera como medio para garantizar el crecimiento de la productividad, única forma de sostener el crecimiento en el largo plazo.

¿Es sostenible la política de TCR “competitivo”?

- ✓ La política de acumulación de reservas puede justificarse por motivo precautorios. Con las crisis internacionales de los años 90' se incrementaron la volatilidad y los riesgos de reversiones en los flujos de capitales (“sudden stops”) lo cual justificó la acumulación de reservas como un auto seguro. El BCRA realizó hace un par de años estimaciones de la acumulación de reservas basadas en motivo precaución: las reservas siguieron creciendo por encima de las estimaciones del propio BCRA ya sea por aspectos prudenciales comerciales (reservas/importaciones) o financieros (deuda externa de corto plazo y riesgo de desmonetización local)
- ✓ Otro motivo, más provocativo aún, surge a partir de considerar la acumulación de reservas como parte de una estrategia de crecimiento, estrategia de TCR “competitivo” o liderada por exportaciones (“export led growth”). Según esta estrategia, la acumulación oficial de reservas serviría como una garantía (“collateral”) de las inversiones directas extranjeras en el país (Dooley, Garber y Folkets Landau 2007). Son estas inversiones las que conllevan aumentos de productividad que sostienen el crecimiento en el largo plazo.

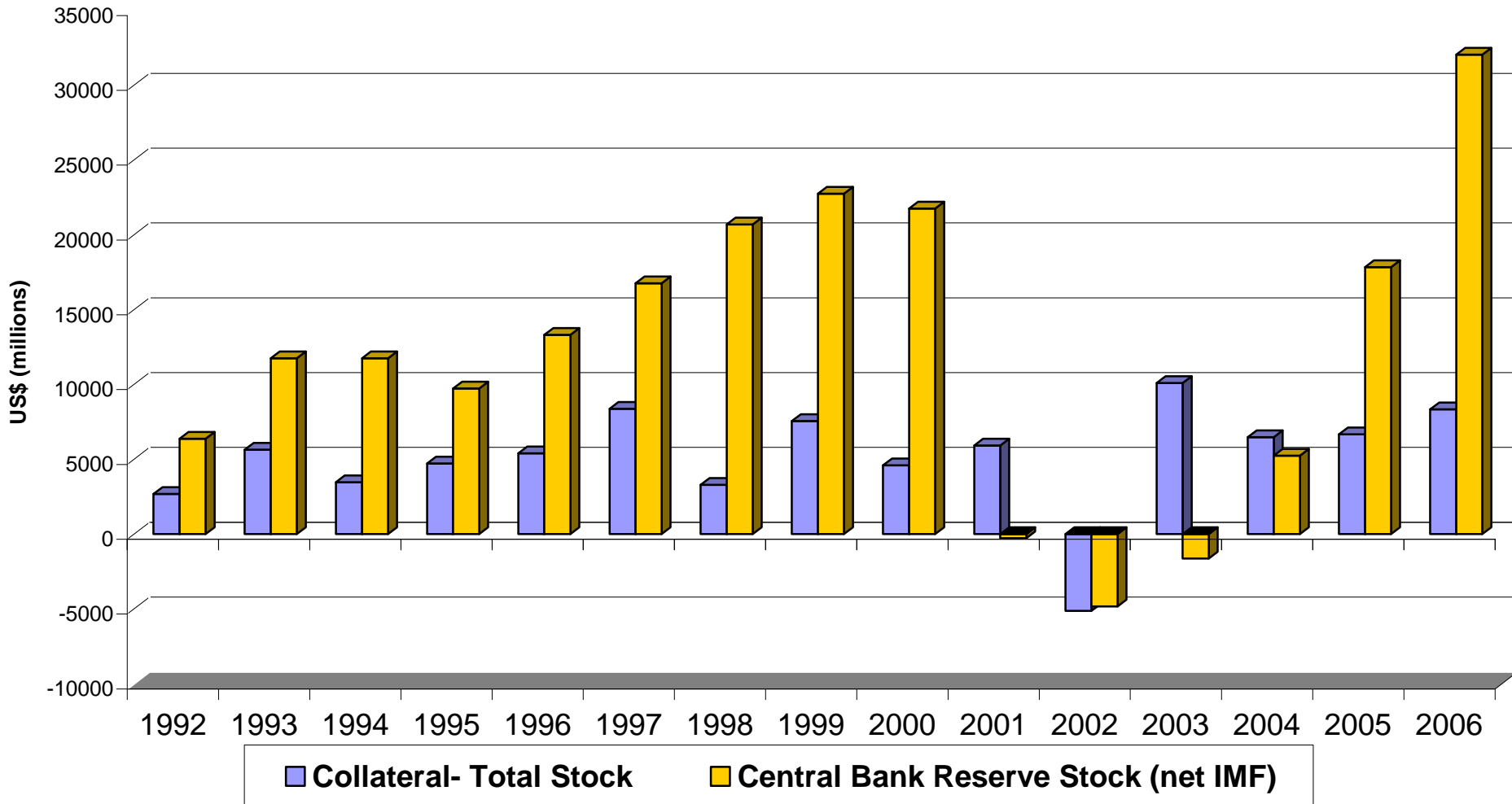


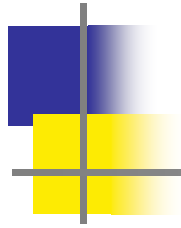
¿Es sostenible la política de TCR “competitivo”?

- ✓ ¿Responde la acumulación de reservas de la Argentina a una estrategia de crecimiento tal cual la definen los economistas mencionados? Definitivamente no. Replicando su ejercicio, realizado para China y el conjunto de países emergentes, para el caso argentino, se concluye que la acumulación de reservas observada excede la interpretación de acumulación de reservas como garantía de inversiones directas en el país (ver gráfico siguiente).
- ✓ En estos términos la acumulación de reservas no sería sostenible en el tiempo si se basa solamente en una estrategia de sustitución de importaciones, como todo parece indicar, que difícilmente logre sostener una elevada productividad al no poder competir en el presente mundo globalizado.
- ✓ ¿Cuáles son los verdaderos motivos por los cuales la Argentina acumula tantas reservas? Ni por motivos precautorios ni por motivos de estrategia de crecimiento, los verdaderos motivos tienen que ver con la política y no con la economía. **Se trata de una estrategia, pero de poder y no de crecimiento.**

¿Acumulación de reservas como garantía de inversiones?

Collateral and Reserves





Consideraciones finales

- ✓ En general las crisis tienen una combinación de componentes transitorios y permanentes.
- ✓ Sean transitorios o permanentes, los efectos de la crisis internacional contribuirán a una desaceleración del crecimiento para el 2008 mayor a la que ya se evidencia en esta segunda parte del año.
- ✓ En cualquiera de ambos escenarios, por mas que las implicancias sobre el TCN (y el TCR) sean opuestas, la inflación va a ser un tema presente, que dentro del modelo parece tener solamente un piso y no tener perspectivas de solución.
- ✓ Más allá de los efectos finales de la crisis la estrategia de TCR competitivo fue abandonada y su rescate requiere de reajustes significativos y políticamente costosos, que difícilmente la continuidad de la política actual lo rescate.