

LA APRECIACION REAL Y EL ORDEN DE LA LIBERALIZACION COMERCIAL Y FINANCIERA - ARGENTINA 1976-81*

por Joaquín A. Cottani y Raúl E. García

1) INTRODUCCION

Hacia fines de la década de los 70, Argentina intentó liberalizar su economía de los efectos de un régimen comercial altamente distorsionado y de un sector financiero reprimido. Sin embargo, el inadecuado manejo de la transición de una economía distorsionada a una economía abierta llevó a una crisis externa.

Una prueba de la inconsistencia en el uso de los instrumentos de política económica surge claramente de la significativa apreciación del peso entre 1976 y 1981, la cual resultó de la forma en que se implementó la liberalización comercial y de las políticas macroeconómicas que la acompañaron.

Un aspecto de los planes de liberalización y estabilización del Cono Sur que recibió especial atención en la literatura puede resumirse en la siguiente frase: "la liberalización financiera precedió a la liberalización comercial". 1/

En una economía en la que el grado de endeudamiento externo se encuentra bastante por debajo del nivel deseado debido a la existencia de controles de capital, la

* Trabajo presentado en las IX Jornadas de Economía Monetaria y Sector Externo. 23 y 24 de abril de 1987 - ORGANIZADAS POR EL BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA

eliminación de esos controles puede inducir a un elevado aumento inicial en las entradas de capital, al buscar los inversores privados disminuir la brecha entre la deuda real y la deseada. Este "overshooting" inicial en los flujos de capital da origen a una apreciación real que perjudica a las actividades exportables, especialmente cuando todavía existen restricciones comerciales (véase Edwards, 1985).

Los problemas producidos por la liberalización financiera durante un proceso de liberalización comercial incompleto se acentúan cuando el déficit fiscal es elevado, ya que la apertura de la cuenta de capital reduce la capacidad del gobierno para recaudar el impuesto inflacionario y lo obliga a depender de los préstamos internos y/o externos (véase McKinnon y Mathieson, 1982). En realidad, en presencia de una alta movilidad de capitales, el endeudamiento público interno, al igual que el externo, aprecia el tipo de cambio real. Esto se produce al inducir el primero la entrada de capital privado atraído por el aumento en las tasas de interés internas a que da origen una elevada demanda de crédito por parte del gobierno.

Es muy probable que la temprana apertura de la cuenta de capital en Argentina haya llevado a que los flujos de capital fueran desestabilizadores. Sin embargo, hasta el momento no se ha realizado un análisis cuantitativo del grado de desestabilización producido por este factor en relación con otras fuentes de apreciación real tales como, por ejemplo, la excesiva expansión del crédito interno vis-a-vis la "tablita" del dólar, y la falta de simultaneidad en la liberalización de exportaciones e importaciones.

En este trabajo, se analiza la importancia de los distintos factores de política económica que explican el fenómeno de la apreciación real de la moneda durante 1976-81, utilizando para ello un modelo macroeconómico

dinámico. Los resultados indican que sólo un 20% de la caída total en el tipo de cambio real entre el último trimestre de 1976 y el primer trimestre de 1981 puede ser directamente atribuido a la expansión en la oferta monetaria producida por las entradas de capital. Más aún, a pesar de que los nuevos préstamos contraídos sobrepasaron con creces a los pagos de los intereses de la deuda externa, especialmente durante el período 1979-80, esto no fue el resultado exclusivo de la eliminación de los controles a la movilidad de capital privado, ya que gran parte del incremento en la deuda externa correspondió a empréstitos públicos obtenidos para financiar los elevados déficits fiscales.

II) LIBERALIZACION CON ESTABILIZACION:

HECHOS ESTILIZADOS 2/

La política económica durante 1976-81 buscó liberalizar mercados reales y financieros. Al mismo tiempo, se aplicaron políticas de estabilización con el objeto de reducir la inflación. Los siguientes "hechos estilizados" deben ser tenidos en cuenta:

- 1) La liberalización financiera precedió a la liberalización comercial.
- 2) La liberalización de las exportaciones fue más intensa y ocurrió con anterioridad a la liberalización de las importaciones.
- 3) Las políticas de estabilización se basaron primero en la restricción monetaria y más adelante en el uso del tipo de cambio nominal como instrumento antiinflacionario activo, con muy poco o nada de disciplina fiscal.

Por liberalización financiera se entiende la combinación de dos medidas: la eliminación de la represión financiera en los mercados de activos internos, y la apertura de la cuenta de capital. La reforma monetaria de junio de 1977 eliminó los límites impuestos por el Banco

Central a las tasas de interés sobre los préstamos, así como también aquellos fijados para depósitos en caja de ahorro y a plazo fijo. Además, se les otorgó a los bancos total libertad para elegir sus clientes sin la intervención del Banco Central o de cualquier otro organismo público; también se favoreció la libre entrada de nuevas instituciones para alentar la competencia en el sector financiero. Las tasas de interés subieron desde niveles reales negativos a niveles positivos ayudados por la mayor demanda de crédito del sector público, el cual se constituyó en un importante tomador de fondos. Dos problemas que existieron en relación a la desregulación del sector financiero son los siguientes: a) los depósitos en bancos comerciales permanecieron totalmente garantizados por el Banco Central y b) este desatendió en gran medida su función de supervisor de los intermediarios financieros (véase Díaz-Alejandro, 1983).

Casi al mismo tiempo, el gobierno eliminó los límites y prohibiciones que pesaban sobre el endeudamiento en el exterior de bancos comerciales y empresas públicas y privadas, muchas de las cuales empezaron a contraer préstamos en un momento en que la liquidez internacional era elevada. Controles moderados al movimiento de capital tuvieron vigencia hasta fines de 1978, pero luego, también éstos fueron eliminados. Por otra parte, en 1979 la incertidumbre de corto plazo sobre la estabilidad del tipo de cambio disminuyó cuando el Banco Central comenzó a preanunciar las futuras tasas de devaluación.

La liberalización comercial, en cambio, tuvo lugar a un ritmo mucho más lento. En 1980, el nivel y la dispersión de los aranceles y otros impuestos a las importaciones eran todavía elevados. El programa de liberalización comercial llevado a cabo durante la gestión económica de Martínez de Hoz fue implementado en dos etapas. Durante la primera (1976-78), las políticas comerciales dependieron más de la liberalización de las exportaciones tradicionales y de la promoción de las ex-

portaciones no tradicionales que de reducciones competitivas en los aranceles. Fue recién en la segunda etapa (1979-81) cuando se permitió un descenso de los aranceles, aunque de manera bastante gradual y discriminatoria.

Las políticas de estabilización se caracterizaron por la restricción monetaria en 1977-78, y por el uso del tipo de cambio nominal como instrumento antiinflacionario activo en 1979-81. Por otra parte, los déficits fiscales permanecieron elevados. El gobierno redujo el financiamiento monetario del déficit presupuestario, pero acudió al endeudamiento oneroso en los mercados interno y externo.

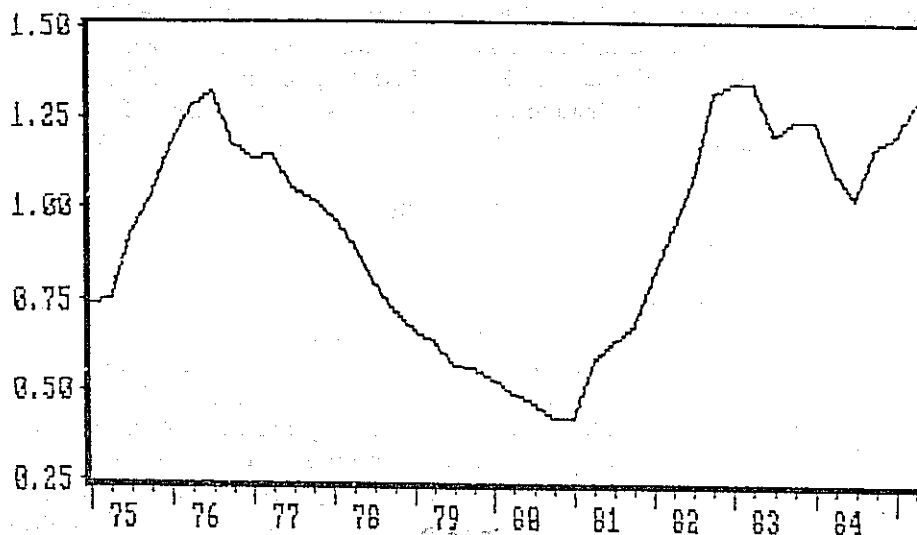
III) LA APRECIACION REAL DE 1976-81 Y SU REVERSION POSTERIOR

El Gráfico 1 muestra la evolución del tipo de cambio real bilateral del dólar estadounidense entre 1975 y 1984. Según es posible observar, después de un breve período de aumento, el tipo de cambio real comenzó a caer en el cuarto trimestre de 1976. La apreciación real de nuestra moneda se mantuvo hasta febrero de 1981 cuando se produjo, luego de cinco años, la primera devaluación importante. Antes de esa fecha, los ajustes del tipo de cambio nominal se hacían diariamente por medio de mini-devaluaciones las cuales casi siempre resultaban inferiores a la diferencia entre los incrementos observados de precios internos y externos. Como consecuencia de esto se produjo la pronunciada caída en el tipo de cambio real que se muestra en el gráfico. Entre 1981-I y 1983-I, el tipo de cambio real se triplicó, revirtiendo de esta manera la tendencia anterior. Esta amplia fluctuación en el tipo de cambio real es el aspecto más destacado de la economía en este período.

Resulta útil realizar una descripción más detallada de dos períodos durante los cuales se aplicaron diferen-

GRAFICO 1

Tipo de Cambio Real Bilateral*
(Índice base 1970 = 1.0)



* Calculado como el producto del tipo de cambio nominal de las exportaciones por el índice de precios mayoristas de EE.UU. divididos por el índice de precios al consumidor de Argentina.

Fuente: International Financial Statistics (FMI), Banco Central e INDEC.

tes políticas cambiarias. Desde el último trimestre de 1976 hasta fines de 1978, el gobierno siguió una regla no anunciada de minidevaluaciones, por medio de la cual los cambios en el nivel de reservas influenciaron la tasa de devaluación. En enero de 1979, los funcionarios del gobierno introdujeron un sistema de minidevaluaciones decrecientes, basado en el preanuncio de futuras tasas de depreciación, que se ha dado en llamar el régimen de la "tablita". Para disminuir las expectativas inflacionarias, la tasa de devaluación decreció gradualmente; el gobierno prefijó el tipo de cambio nominal hacia el futuro y se comprometió a cumplir con las metas preanunciadas. En tal sentido, la política utilizada para reducir la inflación fue una de dos alternativas extremas disponibles; la otra hubiera sido controlar la expansión monetaria bajo un régimen de tipo de cambio flotante. Al elegir la primera alternativa, el gobierno adhirió al enfoque monetario de la balanza de pagos, el cual sugiere que el tipo de cambio puede ser utilizado más efectivamente para controlar el nivel de precios en economías abiertas y pequeñas, mientras que la expansión del crédito interno determina el nivel de reservas.

En realidad, resulta difícil cuestionar la elección de este tipo de estrategia cuando se trata de reducir gradualmente la inflación, ya que la alternativa de reducir la tasa de expansión monetaria dejando flotar el tipo de cambio no evita necesariamente la apreciación real, sobre todo en presencia de una tasa de inflación que se muestra inicialmente rígida a la baja. Los países que recurrieron a la contracción real del dinero en un régimen de flexibilidad cambiaria apreciaron significativamente sus monedas, tal como ocurrió en Inglaterra a fines de los 70, y en EE.UU. a principios de los 80. Esto se debió a la gran afluencia de capitales provocados por el aumento en las tasas de interés internas aumento que, en el caso de Inglaterra, impuso además altos costos de ajuste en términos de desempleo. En Argentina, se pensó que el control del tipo de cambio permitiría in-

fluir más directa y efectivamente sobre las expectativas inflacionarias que el control de la cantidad de dinero, con la ventaja adicional de evitar efectos adversos sobre la tasa real de interés. Sin embargo, tanto la tasa real de interés como la inflación se mantuvieron altas en comparación a la tasa de devaluación, reflejando la escasa credibilidad que el programa antiinflacionario despertó en el público. Si bien muchos críticos pusieron el énfasis inicial en la tablita, hoy se acepta de un modo más o menos general que el problema se debió más a la inconsistencia de las políticas que acompañaron a la tablita, en particular la política fiscal, que a la prefijación del tipo de cambio nominal como numerario del sistema.

En febrero de 1981 se produjo una devaluación imprevista del 10% y en ese momento el gobierno anunció una nueva tablita prefijando el tipo de cambio nominal hasta el mes de agosto. Esta vez el anuncio careció de credibilidad y el gobierno se vio obligado a devaluar nuevamente en marzo (30%). Después de aquel momento, el sistema de preanuncio fue abandonado.

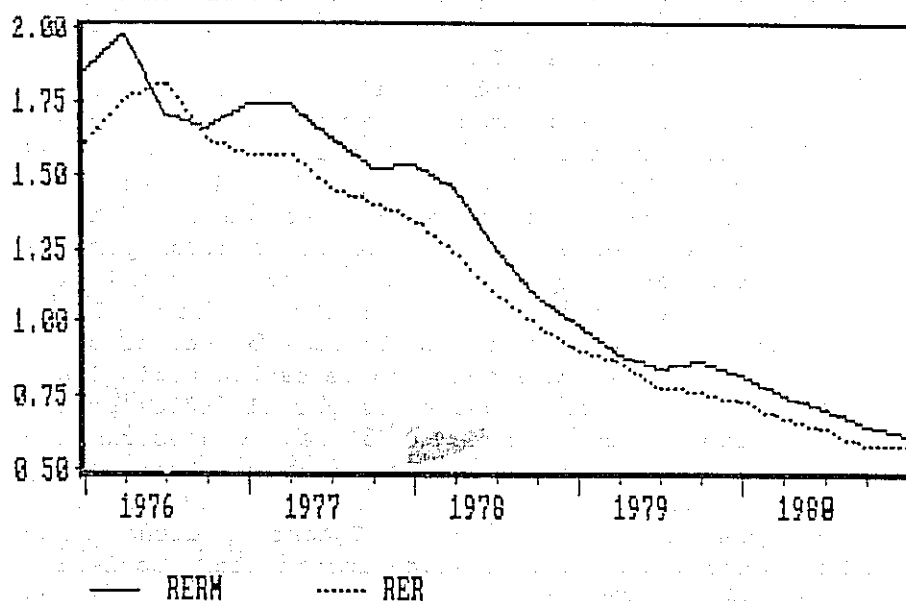
Dado que la política cambiaria se basó exclusivamente en la fijación de la paridad entre el peso y el dólar estadounidense, es conveniente examinar la evolución del tipo de cambio real en relación con una cesta de monedas para ver si la apreciación real así medida resulta igualmente importante. Esto es relevante sobre todo si se tiene en cuenta que el dólar de EE.UU. se depreció en relación a otras monedas fuertes, tales como el marco, la libra, y el yen, hacia fines de los 70. En el Gráfico 2, se comparan dos índices de tipo de cambio real, ambos con base 1,0 en 1970: la línea de puntos corresponde al tipo de cambio real bilateral representado en el gráfico anterior; RERM, en cambio, es el tipo multilateral que surge de promediar los tipos bilaterales de aquellos países con los que Argentina mantiene flujos de comercio significativos. Se observa que, tal como era

de esperar, el tipo multilateral es mayor que el bilateral a partir de 1977. Sin embargo, la diferencia se hace menor desde mediados de 1978 y, en el punto de máxima apreciación real (1981.I), prácticamente desaparece. En consecuencia, la caída total en el tipo de cambio real entre 1976.IV y 1981.I es la misma en ambos casos.

En nuestra definición anterior del tipo de cambio real bilateral se usó el índice de precios mayoristas de EE.UU. como medida de la variación de los precios externos de los bienes comercializables. Sin embargo, podría ocurrir que este índice no reflejara adecuadamente la inflación implícita en la canasta de bienes exportados e importados por Argentina. En ese caso, habría errores en la medición del tipo de cambio real relevante. Refiriéndose al grado de atraso cambiario acumulado entre 1976 y 1979, Rodríguez y Sjaastad (1979) observaron que la inflación internacional medida por el índice de precios de EE.UU. en realidad subestimaba la verdadera inflación externa contenida en los bienes comercializados por Argentina, exagerando de esta manera el atraso cambiario. El Gráfico 3 da cuenta de este efecto. La línea llena ahora representa el tipo de cambio real bilateral obtenido inflando al cociente del tipo de cambio nominal sobre el índice de precios domésticos por el índice promedio implícito en los precios en dólares de nuestras importaciones y exportaciones. Nuevamente, se observa que, a pesar de existir una diferencia significativa en el sentido apuntado por Rodríguez y Sjaastad, dicha diferencia tiende a desaparecer gradualmente hacia comienzos de 1981. Se concluye que, cualquiera sea la medida de tipo de cambio real que se adopte, la apreciación real para la totalidad del período 1976.IV-1981.I no difiere significativamente.

GRAFICO 2

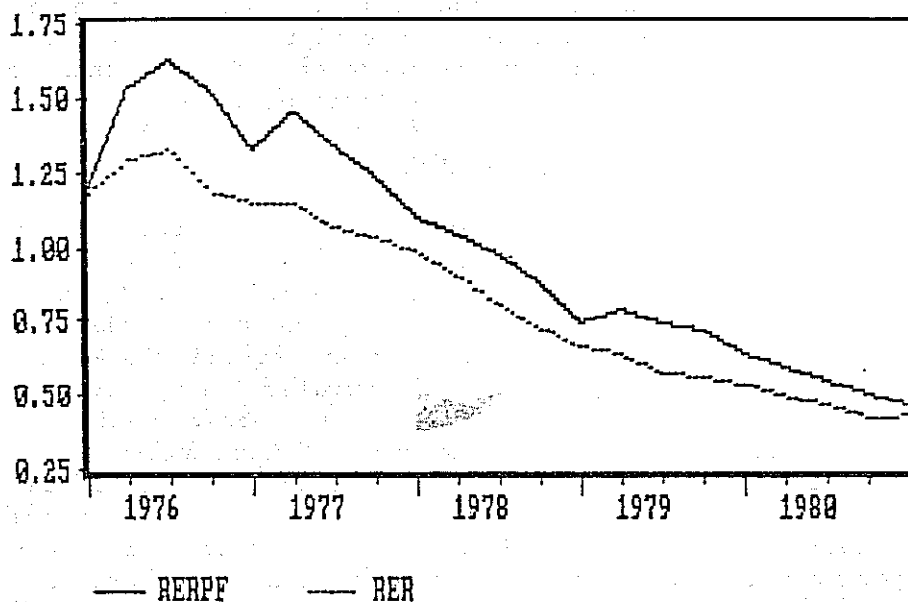
Tipo de Cambio Real Multilateral
(Indice base 1970 = 1,0)



FUENTE: IEERAL, Novedades Económicas.

GRAFICO 3

Tipo de Cambio Real Bilateral Calculado en Base a un
Indice de Precios Externos de Productos Comercializables
 (Indice base 1975=1,0)



IV) LOS DETERMINANTES DEL COMPORTAMIENTO DEL TIPO DE CAMBIO REAL

Como se dijo anteriormente, la política cambiaria por sí sola no explica las razones por las cuales hubo una gran apreciación real de la moneda local durante 1976-81. El índice que aparece en los gráficos anteriores, representa una variable real, cuyo valor no puede ser totalmente determinado por movimientos en el tipo de cambio nominal. De hecho, los cambios en el tipo de cambio real están estrechamente relacionados con cambios en las políticas comerciales, movimientos de capital, y perturbaciones fiscales y monetarias. Según se demuestra aquí, los hechos estilizados descriptos en la primera sección resultan fundamentales para entender el fenómeno de apreciación real observado en este período.

LIBERALIZACION DE LAS EXPORTACIONES

La eliminación de los impuestos a las exportaciones (véase el Gráfico 2), constituye una razón importante en la apreciación inicial del peso entre 1976 y 1978. En la medida en que esta caída en el tipo de cambio real representa un movimiento hacia un nuevo equilibrio en línea con menores distorsiones comerciales, la apreciación real no necesariamente significa una sobrevaluación de la moneda doméstica. Sin embargo, la disminución en el tipo de cambio real de equilibrio reduce la rentabilidad de las industrias de exportación no tradicional frente a aquellas actividades tradicionales cuya rentabilidad mejora con la reducción de los impuestos a las exportaciones. Este problema no es esencialmente distinto de la conocida "Dutch disease" (enfermedad holandesa) causada por un aumento significativo en los precios de bienes de exportación clave, sólo que en este caso el origen de la apreciación real es interno y no externo.

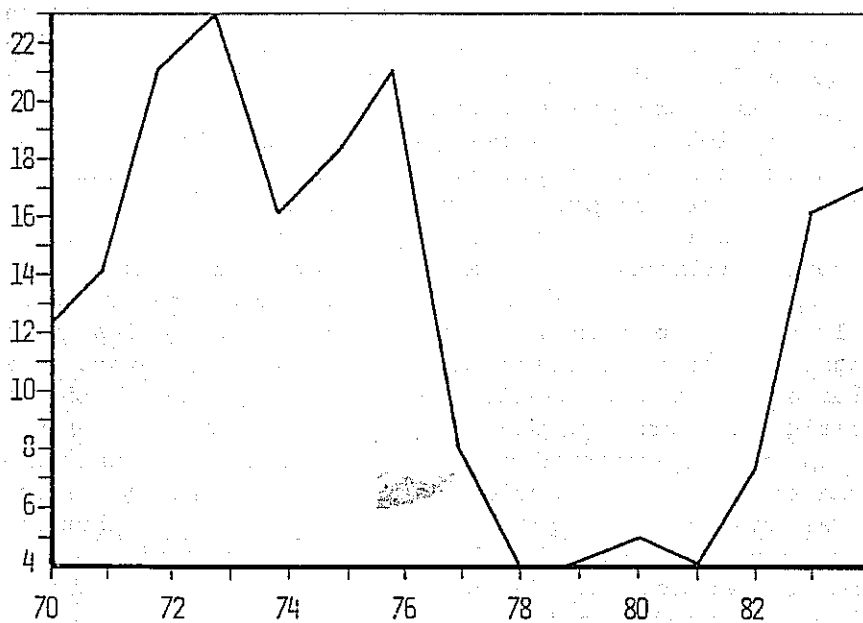
En Argentina, la eliminación de retenciones produjo un gran aumento en la producción del sector agropecua-

rio. Como consecuencia de ello, la balanza comercial mejoró significativamente y los superávits en cuenta corriente fueron monetizados. Frente a una liberalización de importaciones comparativamente lenta, la apreciación real redujo la competitividad de las exportaciones no tradicionales, induciendo nuevas distorsiones ya que debieron implementarse subsidios compensatorios para evitar la declinación de este tipo de actividades.

En otro trabajo (Cavallo y Cottani, 1986b) se advierte sobre los problemas que genera la liberalización unilateral de las exportaciones tradicionales, acompañada por medidas de promoción a las exportaciones no tradicionales, como etapa previa en un programa de liberalización global. En la medida en que las importaciones están sujetas a restricciones cuantitativas generalizadas y/o aranceles prohibitivos, los precios de los bienes importables se comportan como si en realidad fueran no comercializables. En esas condiciones, la eliminación de impuestos a la exportación tradicional mejora inicialmente el precio relativo de los exportables pero luego, al inducir mayores exportaciones, provoca una caída en el tipo de cambio real que neutraliza el efecto anterior en forma completa o casi completa. Esto evita que el sector exportador tradicional reciba un estímulo permanente de la reducción de las retenciones y genera nuevas distorsiones que no siempre resultan evidentes. En efecto, al disminuir el tipo de cambio real, se deprime la rentabilidad del sector exportador no tradicional que necesita un tipo de cambio real más alto para poder competir internacionalmente y, al mismo tiempo, se crea un desincentivo a la inversión externa que, en términos reales, pasa a recibir menos pesos por dólar. En cambio, se favorecen ciertas actividades como el turismo al exterior y el contrabando que dificultan el proceso de apertura al desestabilizar la balanza de pagos. Estos problemas sólo pueden ser evitados si las exportaciones se liberalizan en forma simultánea con las importaciones, cualquiera sea el gradualismo elegido.

GRAFICO 4

Impuestos a las Exportaciones Recaudados como
Porcentaje de las Exportaciones



FUENTE: Secretaría de Hacienda e INDEC.

EL PROBLEMA DE LOS FLUJOS DE CAPITAL

Hacia fines de la década de los 70 la Argentina, al igual que otros países en desarrollo, recibió una importante afluencia de capital extranjero, que fue impulsada por políticas internas y por especiales condiciones financieras internacionales. El auge de los precios del petróleo originó condiciones favorables en los mercados financieros internacionales. Por un lado, los exportadores de petróleo acumularon grandes superávits que fueron canalizados a los países carentes de capital. Por otro lado, las tasas reales de interés internacionales eran negativas y, por lo tanto, incentivaban la toma de préstamos del exterior. La Argentina no fue una excepción en este contexto, pero como sucedió con otros países, las políticas internas ayudaron a convertir una oportunidad relativamente favorable en una crisis de endeudamiento excesivo.

En el Gráfico 5, se muestra el flujo anual neto de capital recibido por Argentina durante esos años. Este resultó especialmente importante en 1979 y 1980 cuando se eliminaron totalmente los controles al movimiento de capital. En cambio, cuando se impusieron algunas restricciones (por ej. en 1978), las entradas de capital se vieron efectivamente reducidas. En los Cuadros 1 y 2, se desagregan los flujos de capital. Para los años 1976 y 1977 sólo se distingue entre flujos de capital públicos y privados, mientras que para el período 1978-1981 los datos disponibles permiten diferenciar el endeudamiento de las empresas públicas del resto del sector público. Las entradas de capital privado aparecen nítidamente reflejadas en dos subperíodos: 1977-III/1978-II y 1979-II/1980-I. Por su parte, el sector público fue un prestatario neto durante casi todos los trimestres correspondientes al período analizado, pero muy especialmente en 1980 y 1981.

Varias políticas del gobierno explican los movi-

mientos de capital privado. La eliminación de los impuestos a las exportaciones provocó expectativas de caída en el tipo de cambio real de equilibrio. El gobierno respondió al aumento en las reservas permitiendo que la tasa de devaluación descendiera por debajo de la brecha entre la tasa de inflación interna y externa y, como consecuencia de esto, los activos expresados en dólares se volvieron menos atractivos. Además, la desregulación en el mercado financiero interno aumentó el rendimiento de los activos internos provocando así un importante reajuste en los portafolios. Al implementarse medidas de restricción monetaria desde 1977-III hasta 1978-I, las tasas de interés nominales y reales aumentaron abruptamente provocando entradas de capital. Para evitar el descontrol monetario, el gobierno impuso restricciones a los movimientos de capital. Así, la exigencia de depósitos a tasa de interés nula para quienes contrajeran préstamos externos explica el cambio en el flujo de capital privado observado durante el segundo semestre de 1978.

Una nueva entrada de capitales se produjo en 1979, luego de que el gobierno comenzara a preanunciar tasas de depreciación bastante inferiores a la inflación vigente en aquel momento. Mientras los anuncios fueron plausibles, se redujo considerablemente el riesgo cambiario. Al mismo tiempo, el gobierno eliminó la mayoría de los controles a la movilidad de capital con el objeto de lograr una integración total entre los mercados financieros internos y externos. Alrededor de 1980, un cambio en las expectativas cambiarias condujo a un incremento en la prima de riesgo y a un flujo negativo de capital privado. No obstante, en el Cuadro 2 se subestima la verdadera magnitud de la salida de capitales debido a que ella no está bien documentada en las estadísticas sobre la balanza de pagos. A pesar de la fuga de capitales, el gobierno demoró el ajuste necesario en el tipo de cambio. La caída de reservas fue compensada con un aumento en los préstamos del exterior destinados a fi

nanciar el déficit fiscal. Como resultado, la apreciación del peso continuó por más tiempo hasta que se hizo política y económicamente insostenible.

FALTA DE COORDINACION ENTRE LAS POLITICAS CAMBIARIA Y MONETARIA

El principal factor de desestabilización durante el período 1979-81 estuvo dado por la falta de coordinación entre la política cambiaria y la política monetaria. Como se observa en el Gráfico 4, la expansión del crédito interno implícito en los déficits consolidados del Tesoro y el Banco Central, era incompatible con la regla cambiaria, provocando de esta manera un vaciamiento gradual de las reservas y el posterior ataque especulativo contra el peso, en 1981.

V) EL ORIGEN DE LA CRISIS EXTERNA

La apreciación real tuvo dos efectos desfavorables sobre la balanza de pagos. Por un lado, produjo el estrangulamiento de los sectores comercializables, lo que llevó a un enorme déficit en cuenta comercial en 1980; por el otro, aumentó la deuda externa, tanto privada como pública, dando lugar a pagos de intereses elevados, especialmente luego del incremento en las tasas de interés externas en 1982.

Hacia 1980, la mayoría de los agentes privados consideraban que el bajo nivel del tipo de cambio real era insostenible y anticipaban una devaluación. Debido a que la regla cambiaria era incompatible con la expansión crediticia interna, la credibilidad de la regla se vio disminuida. Para empeorar aún más las cosas, la quiebra de tres bancos privados importantes dejó al descubierto la crítica situación de muchos bancos y financieras a punto de ser intervenidos por el Banco Central. Esto, por supuesto, significó la amenaza de una mayor

expansión monetaria destinada a sacar de apuro a los bancos, provocando la disminución de la demanda de activos internos por parte de los inversores privados. Se produjo una enorme fuga de capitales, mientras que las empresas públicas y el gobierno continuaron contrayendo préstamos del exterior para mantener el tipo de cambio.

En el Cuadro 3 se observa la evolución de la deuda externa. Las primeras dos columnas se refieren al sector privado y las otras dos al sector público. En la tercera columna se presenta el valor aproximado de la salida de capitales no registrada y de la acumulación de activos externos por parte de los residentes locales, excepto para 1978 donde las cifras se explican básicamente por importaciones no documentadas de armamentos. Obsérvese que el incremento en la deuda privada, neta de fuga de capitales, fue negativo en 1980 y en 1981, años durante los cuales las expectativas cambiarias se revirtieron y los agentes privados comenzaron a anticipar grandes devaluaciones.

Las reacciones políticas se acumularon a medida que la fuerte apreciación real, aumentaba la competencia de los bienes importados, frente a los manufacturados internamente. Desafortunadamente, los grupos de presión atacaron al programa arancelario y no a las políticas macroeconómicas acompañantes, responsables de la sobrevaloración del peso. Por lo tanto, a la crisis externa le siguió un cambio en las políticas comerciales. En 1982, los créditos financieros destinados a Argentina fueron reducidos drásticamente y el gobierno se vio forzado a devaluar. La depreciación real de la moneda interna fue acompañada de restricciones a las importaciones en forma de cuotas, licencias y prohibiciones a las importaciones para generar superávits en la cuenta comercial que permitiesen cumplir con el servicio de la deuda. A pesar de estas medidas, el gobierno no pudo equilibrar la cuenta corriente persistiendo un déficit considerable.

Cuadro 1

Flujos de Capital: 1976-1977

Año		Sector Privado	Sector Público	Total
1976	1	-54,1	-37,1	-91,2
	2	116,7	-26,1	90,6
	3	-59,2	10	-49,2
	4	-450,6	167,7	-282,9
1977	1	-243,4	224,4	-19
	2	-131,6	68,7	-62,9
	3	77,5	352	429,5
	4	597,7	341,2	938,9

FUENTE: Banco Central de la República Argentina.

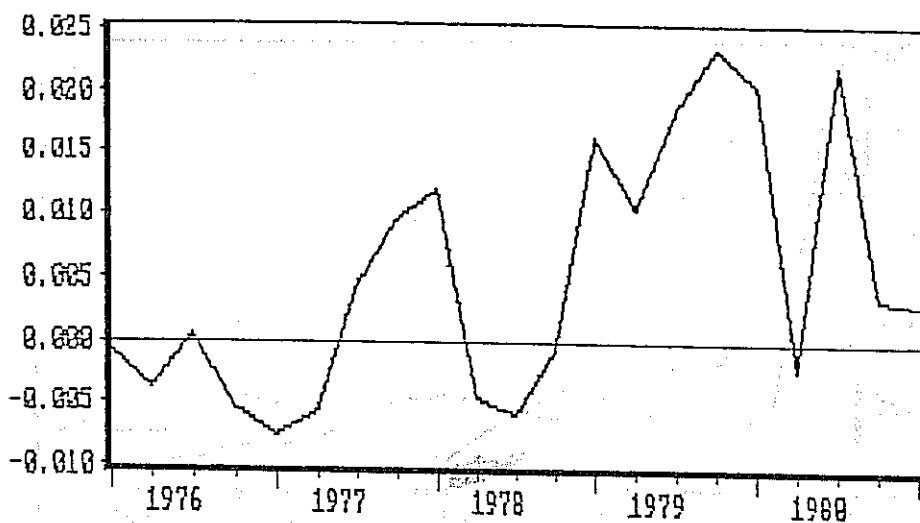
Cuadro 2
Flujos de Capital: 1978-1981

Año		Empresas Privadas y Bancos	Empresas Públicas	Gobierno y Banco Central	Total
1978	1	819,5	185,2	71,7	1.076,2
	2	351,9	120,4	-11,6	460,7
	3	-410,7	261,5	149,6	0,4
	4	-828,5	286,1	304,3	-238,1
1979	1	-58,5	169,4	-5,2	105,8
	2	717	103,4	151,5	971,9
	3	917,5	209	157,3	1.283,8
	4	986,6	275	153,6	1.415,2
1980	1	539,3	383	310,1	1.232,4
	2	-1.413,8	427	259,3	-727,4
	3	1.212,9	346	5,9	1.564,8
	4	-767,9	866	383,9	482
1981	1	-3.232,4	1.070	1.414,1	-748,2
	2	-68,9	437	669,6	1.037,7
	3	-51,2	167	133,8	249,6
	4	456,4	322	172,3	950,7

Fuente: Banco Central de la República Argentina.

Gráfico 5

Entradas Netas de Capital como
Porcentaje del PBI

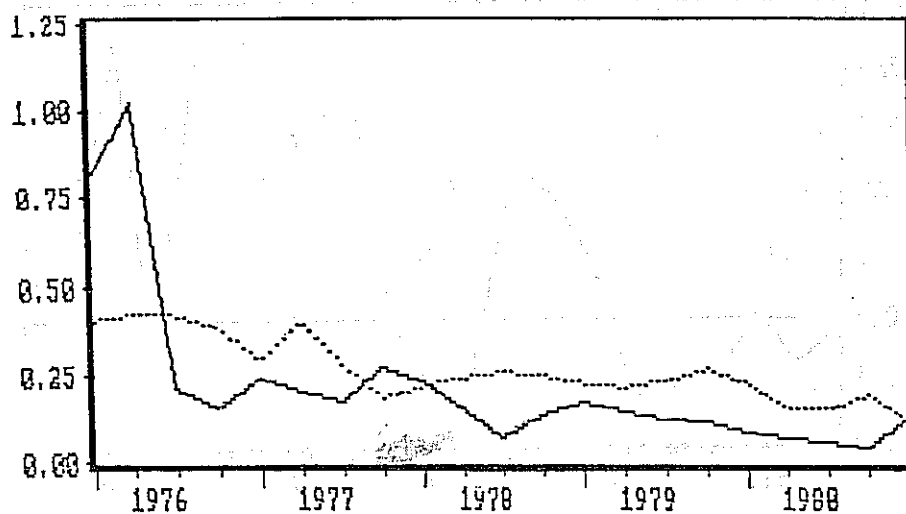


- Capital inflows minus debt service payments.

Fuente: Banco Central de la República Argentina.

Gráfico 6

Tasa de Devaluación vs. Tasa de Expansión
del Crédito Doméstico



---Tasa de devaluación

...Tasa de expansión del
crédito doméstico

Fuente: Banco Central de la República Argentina.

Cuadro 3

Cambios en la Deuda Externa y las Reservas, 1976-1981

Año	Aumento en la deuda externa privada	Transferen- cias no es- pecificadas	Aumento en la deuda externa pública	Aumento en las reservas
1976	-763,3	n.a.	1.168	1.192,3
1977	544	n.a.	847,7	2.226,5
1978	504,6	883	2.313,3	1.998,4
1979	4.935,3	2.311	1.603,3	4.442,4
1980	3.628,6	6.641	4.498,7	-2.849
1981	2.944	5.233	5.565	-3.569

Fuente: Banco Central de la República Argentina.

VI) EVIDENCIA ECONOMETRICA

A fin de evaluar la importancia relativa de los distintos factores que explican la apreciación real, se estimó un sencillo modelo dinámico de determinación del tipo de cambio real con datos trimestrales, efectuando luego diversas simulaciones de esta variable bajo escenarios alternativos.

EL MODELO

Se utiliza una versión simplificada del modelo IS/LM/BP suponiendo movimientos de capital exógenos. El gobierno fija el tipo de cambio y, dado el supuesto de economía pequeña, se toman los precios externos, la tasa de interés externa y la inflación externa como datos. El tipo de cambio real se define de la siguiente manera.

$$(1) \quad e = p^f E / p^d$$

donde p^f = nivel de precios externos

E = tipo de cambio nominal

p^d = nivel de precios internos

La ecuación IS representa el equilibrio en el mercado de bienes, a saber:

$$(2) \quad x(e, t_x, t_i, u) = 1 - a(g, r)$$

donde x = la balanza comercial como porcentaje del PBI.

a = la absorción interna como porcentaje del PBI.

Los argumentos de x son: el tipo de cambio real (e), el impuesto promedio sobre las exportaciones (t_x), los aranceles a las importaciones (t_m) y los términos de

intercambio externo (u). La absorción depende del gasto público como proporción del PBI (g), y de la tasa real de interés (r).

La ecuación LM puede ser especificada de la siguiente manera:

$$(3) \quad M / (P^d y) = L(r, \pi^e)$$

donde M = la oferta monetaria (cantidad nominal)

y = producto real

$L()$ = la demanda de saldos reales.

π^e = la inflación esperada.

Utilizando (1), el lado izquierdo de la ecuación (3) puede reformularse como

$$(4) \quad M / (P^d y) = m$$

donde $m \equiv M / (P^f E y)$

Sustituyendo (4) en (3) y resolviendo para r , se obtiene:

$$(5) \quad r = r(e, m, \pi^e)$$

A partir de (2) y de (5) se puede obtener la expresión de e que corresponde a la forma reducida del modelo IS/LM, a saber:

$$(6) \quad e = e(m, g, \pi^e, t_x, t_i, u)$$

donde las derivadas parciales son negativas para todas las variables, excepto t_x .

Suponiendo una especificación lineal en los loga-

ritmos de las variables, el tipo de cambio real variaría a lo largo del tiempo de acuerdo a:

$$(7) \quad \hat{e} = \hat{e}(\hat{m}, \hat{g}, \hat{\pi}^e, \hat{t}_x, \hat{t}_i, \hat{u})$$

donde el símbolo ($\hat{}$) representa la tasa de variación porcentual de cada variable, ej., $\hat{e} \equiv \log e - \log e_{-1}$.

Obsérvese que $\hat{m}$ mide "la presión monetaria" sobre el tipo de cambio real para valores dados de la tasa de devaluación, la inflación externa y el crecimiento real, es decir:

$$(8) \quad \hat{m} \equiv \hat{M} - \hat{E} - \hat{Y} - \hat{P}^F$$

Esto surge de la definición de m dada anteriormente.

La expansión monetaria nominal en las economías abiertas se origina en la expansión del crédito doméstico ($\hat{C}$) y en el crecimiento de las reservas ($\hat{R}$).

$$(9) \quad \hat{M} = (DC/M_{-1}) + (DR/M_{-1})$$

donde D es el operador en primeras diferencias, ej. $DC \equiv C - C_{-1}$, siendo C y R los stocks de crédito doméstico y de reservas respectivamente.

La inclusión de DR en (9) nos permite incorporar el balance de pagos en nuestro análisis.

$$(10) \quad DR/M_{-1} \equiv v(x + f)$$

donde, como se indicó anteriormente, x es el superávit del balance comercial como proporción del ingreso. Las restantes variables son:

$v \equiv Y/M_{-1}$: La proporción del ingreso nominal en relación a la oferta monetaria del período anterior.

$f \equiv (DF - i_f F_{-1})/Y$: la participación de los flujos de capital, netos de intereses de la deuda, en el producto, siendo F el stock de deuda externa e i_f la tasa de interés externa.

Los flujos netos de capital vienen en gran parte determinados por las condiciones financieras internacionales y por las decisiones del gobierno en materia de endeudamiento. Pueden, en consecuencia, ser tratados como una variable exógena. Finalmente, el balance comercial como porcentaje del producto es, según (2),

$$(11) \quad x = x(e, t_x, t_i, u)$$

donde las derivadas parciales son positivas en todos los casos, excepto t_x .

El modelo anterior puede ser reducido a dos ecuaciones de comportamiento, es decir (7) y (11), con una identidad que resulta de combinar (8), (9) y (10), la cual proporciona el nexo monetario entre la tasa de variación y el nivel de e . Se considera a la tasa de crecimiento del ingreso real como exógena, y a la tasa de inflación doméstica como endógena. Las variables de política son: la tasa de devaluación ($\hat{E}$), la expansión del crédito interno (DC/M_{-1}), las retenciones y los aranceles al comercio exterior (t_x y t_i). Los flujos netos de capital (f), por su parte, resultan determinados por una combinación de factores externos y políticas domésticas.

En cualquier momento dado, el sistema puede resolverse encontrar para el valor de $\hat{e}$, con lo que el nivel del tipo de cambio real queda determinado por:

$$(12) \quad e \equiv (1 + \hat{e})e_{-1}$$

La naturaleza dinámica del modelo aparece más claramente cuando se combinan (7) y (11) en una ecuación,

$$(13) \hat{e} = \hat{e}(e, z)$$

donde z es un vector de variables exógenas (de políticas o no). (13) define una ecuación no lineal en diferencias que puede resolverse para una secuencia dada de valores pasados de las variables exógenas, dando como resultado la trayectoria de e a lo largo del tiempo.

RESULTADOS EMPIRICOS

La estimación del modelo fue realizada con datos trimestrales para el período 1976. I-1985.II. El Cuadro 4 muestra las definiciones de las variables utilizadas y las fuentes de información.

Conviene hacer algunas observaciones en relación a los datos. En primer lugar, el gasto público a nivel trimestral sólo está disponible a partir de los datos de la Tesorería. Dado que esta serie involucra sólo una parte de los gastos del sector público (el cual también comprende a los gobiernos locales, las empresas públicas y el sistema de seguridad social), es posible que nuestras estimaciones no reflejen adecuadamente el efecto del gasto público total sobre el tipo de cambio real. En segundo lugar, resulta laborioso, y desde el punto de vista práctico imposible elaborar una serie temporal de aranceles a las importaciones que sea apropiada para medir el impacto de la liberación de las importaciones sobre la balanza comercial y el tipo de cambio real. Esto se debe a que, por un lado, los aranceles constituyen sólo una forma de limitar las importaciones, y a veces ni siquiera la más importante, ya que las restricciones cuantitativas a menudo resultan dominantes; por otro lado, la comparación de precios internos con precios de frontera de productos importados (la tarifa "implícita")

está demasiado influenciada por otros instrumentos de política, tales como el nivel del tipo de cambio real la oferta monetaria real y el gasto público (sobre este particular, véase Cavallo y García, 1985). Por ejemplo, durante el período 1978-81, las tarifas recaudadas aumentaron como proporción de las importaciones, al igual que la brecha entre los precios internos y externos de los bienes importados. El primer efecto se debe a la sustitución de licencias de importación por aranceles junto con la eliminación de exenciones arancelarias, las que eran comunes bajo el régimen de restricciones cuantitativas. El segundo efecto tiene que ver con la apreciación real, que elevó los costos de los servicios de comercialización relacionados con las importaciones. En consecuencia, cualquiera de estas dos medidas -aranceles, recaudados o tarifas implícitas- no reflejan la liberalización de las importaciones que tuvo lugar en 1978-81, sino exactamente lo contrario. Por lo tanto, en lugar de utilizar una medida incorrecta de t_1 , se prefirió omitir esta variable suponiendo que, de esta manera, los sesgos de estimación serían menores.

Para estimar la ecuación (7), fue necesario especificar la manera en que los agentes económicos forman sus expectativas sobre la inflación actual. Para ello se modeló la tasa de inflación esperada en función de las tasas pasadas, estimado un modelo autorregresivo para $\hat{p}^d$. Los resultados obtenidos fueron los siguientes (los valores de t se presentan entre paréntesis debajo de los coeficientes):

$$\hat{p}_t^d = 0.64 \hat{p}_{t-1}^d + 0.23 \hat{p}_{t-2}^d + 0.43 \hat{p}_{t-3}^d - 0.34 \hat{p}_{t-4}^d$$

$$\bar{R}^2 = 0.68$$

$$Q(12) = 4.03$$

La inclusión de mayores rezagos no arrojó resultados estadísticamente significativos. Aunque no se muestra, el término constante resultó estadísticamente insignificante y fue, en consecuencia, ignorado para los propósitos de predicción. El estadístico Q indica que la hipótesis nula de que el término de error es ruido blanco no puede ser rechazada al nivel de significación del 10%.

Las ecuaciones (7) y (11) fueron estimadas mediante la técnica de mínimos cuadrados en dos etapas (MC2E). Una primera estimación de la ecuación (7) revela la presencia de correlación de primer orden para el término aleatorio. En consecuencia, el método MC2E fue modificado, utilizando el procedimiento sugerido por Fair (1970) para obtener estimaciones consistentes de los parámetros. Los resultados se muestran a continuación.

$$\begin{aligned} \text{Dlog } e_t = & -0.52 \text{ Dlog } m_t - 0.38 \text{ D}\pi_t^e - 0.005 \text{ Dlog } u_t \\ & (7.8) \quad (4.5) \quad (0.1) \\ & + 0.11 \text{ Dlog } (1-t_x)_t + 0.16 \text{ Dg}_t \quad \begin{array}{l} R^2 \\ DW \\ r(1) \end{array} = \begin{array}{l} 0.76 \\ 1.87 \\ 0.42 \end{array} \\ & (0.4) \quad (0.4) \quad (2.5) \end{aligned}$$

donde $r(1)$ es el coeficiente de autocorrelación del término de error.

Los coeficientes de $\text{Dlog } m_t$ y $\text{D}\pi_t^e$ son estadísticamente significativos y tienen el signo esperado. Las demás variables son estadísticamente insignificantes. Este resultado es consistente con la teoría de Mundell y Fleming, según la cual la dinámica macroeconómica en economías abiertas y pequeñas está básicamente dominada por los cambios en la cantidad de dinero. Sin embargo, sería incorrecto concluir que los cambios en otras variables, tales como el gasto público, no explican las variaciones del tipo de cambio real ya que, como hemos señalado, los datos disponibles a nivel trimestral no son totalmente

adecuados. En realidad, otros estudios han demostrado que cuando se incluye el gasto público en ecuaciones de forma reducida que explican el nivel anual del tipo de cambio real, los resultados son muy satisfactorios y arrojan elasticidades negativas, tal como cabe esperar de la teoría ^{3/}.

La ecuación (7) fue reestimada excluyendo Dg_t , $D\log (1-t_x)_t$ y $D\log u_t$ sin que los coeficientes de $D\log m_t$ y $D\pi_t^e$ cambiaran de modo significativo.

$$D\log e_t = -0.51 D\log m_t - 0.37 D\pi_t^e \quad \begin{array}{l} R^2 = 0.79 \\ DW = 1.95 \\ r(1) = 0.42 \\ (2.7) \end{array}$$

(8.5) (4.9)

Cuando se estimó la ecuación (11) por el método MC2E, los resultados preliminares indicaron la presencia de efectos estacionales de importancia en la balanza comercial, que se trataron de capturar modelando el error como un proceso autorregresivo de cuarto orden. Adicionalmente, se incluyó un valor rezagado de x para así permitir el ajuste parcial de las exportaciones y las importaciones en respuesta a cambios en los precios relativos.

El resultado de la estimación es el siguiente:

$$x_t = 0.03 + 0.44 x_{t-1} + 0.09 \log e_t + 0.19 \log (1-t_x)_t + 0.06 \log u_t$$

(2.4) (3.7) (4.8) (2.2)

(2.1)

$\begin{array}{l} R^2 = 0.83 \\ DW = 1.78 \\ r(4) = 0.71 \\ (5.1) \end{array}$

Todos los coeficientes son estadísticamente significativos y tienen los signos correctos. Obsérvese que el coeficiente de $\log (1-t_x)_t$ casi duplica el valor del coeficiente de $\log e_t$, denotando una mayor respuesta de la balanza comercial a cambios en los impuestos a la exportación que a cambios en el tipo de cambio real. Así, un aumento del 10% en $(1-t_x)$ debería generar una mejora de casi dos puntos en el balance comercial como proporción del PBI, mientras que sólo la mitad de ese cambio ocurriría si el tipo de cambio real aumentara en la misma proporción 4/. Este resultado parecería indicar que los exportadores perciben que un cambio en las retenciones genera un movimiento en los precios relativos más permanente y decisivo que el que resulta de un cambio real. En verdad, existe una justificación razonable para este tipo de efecto en un país como Argentina ya que el tipo de cambio real ha sido más volátil y, por ende menos confiable como indicador de la evolución de los precios relativos que t_x .

SIMULACIONES

Utilizando las ecuaciones estimadas y las identidades (8), (9), (10) y (12), se simuló la trayectoria de e_t para el período 1976.I-1985-II. Los valores observados del tipo de cambio real (RER) y los valores simulados (RERF) se presentan conjuntamente en el Gráfico 7. La simulación reproduce los cambios fundamentales en la trayectoria del tipo de cambio real, aunque parecía existir una leve sobreestimación. De todos modos, los estadísticos que permiten evaluar la simulación indican que el modelo, a pesar de su simplicidad, describe bastante bien el comportamiento del tipo de cambio real (véase el Cuadro 5).

A fin de investigar las causas de la apreciación real durante 1976.I-1981.I, nos preguntamos cuál hubiera sido la evolución del tipo de cambio real bajo es-

cenarios de política alternativos. Los resultados se muestran en el Gráfico B. Así, RERFX representa el valor que e_t hubiera alcanzado si se hubieran mantenido altos los impuestos a las exportaciones después de 1976.I. En otras palabras, la diferencia vertical entre RERFX y RERF explica el efecto de la reducción de las retenciones. Obsérvese que este efecto subsiste hasta el cuarto trimestre de 1978, después del cual la brecha entre las dos curvas es más o menos constante.

Alternativamente, RERFX podría interpretarse como el tipo de cambio real que hubiera resultado de liberalizar conjuntamente las exportaciones y las importaciones, de tal manera de evitar la generación de superávits o déficits en la balanza comercial que requieran ajustes en el tipo de cambio real de equilibrio. En otras palabras, la apreciación real debida a la eliminación de las retenciones pudo haberse evitado aumentando las importaciones al nivel necesario para equilibrar la balanza de pagos sin modificar el tipo de cambio real. En lugar de ello, las importaciones permanecieron controladas hasta fines de 1978 cuando comenzó a operar el programa arancelario.

El efecto de una excesiva creación de crédito interno frente a tasas de devaluación bastantes inferiores puede medirse simulando el tipo de cambio real a partir de RERFX y suponiendo que el crédito interno se comportó de una manera menos desestabilizadora. Así, RERFC en el Gráfico 8 resulta de suponer que el crédito interno, creció entre 1977.I y 1981.I a una tasa igual a la suma de la tasa de devaluación nominal, la inflación externa y el crecimiento del producto real 5%. Dado un stock de reservas constante, esta tasa indicaría el aumento en la oferta monetaria necesario para alcanzar una tasa de inflación interna no superior a la inflación externa más la tasa de devaluación. Como se sugirió anteriormente, la tasa observada de expansión del crédito interno fue superior a dicho "nivel consistente", especialmente du-

rante el segundo semestre de 1978, y en 1979-80. En consecuencia, la presión sobre los precios internos resultó en caída del tipo de cambio real, como lo demuestra la diferencia entre RERFC y RERFX. Obsérvese que esta diferencia disminuye como consecuencia de la restricción del crédito interno entre 1977.III y 1978.II.

Finalmente, el efecto de los flujos de capital se mide por la brecha entre RERFKO y RERFC, donde RERFKO es la trayectoria del tipo de cambio real que se habría observado si, además de lo anterior, los flujos netos de capital hubieran sido nulos después de 1977.IV. Se pueden distinguir dos períodos durante los cuales las entradas de capital ejercieron una influencia significativa sobre el tipo de cambio real: la "tímida" apertura financiera de 1977, que condujo a una posterior reversión en 1978, y la apertura más completa implementada desde 1979 hasta 1981.

En el Gráfico 9, las diferencias entre cada una de las tres simulaciones anteriores y RERF se sumaron al tipo de cambio real observado (RER) a fin de obtener una mejor referencia. La siguiente conclusión emerge de los resultados: alrededor de un 65% de la apreciación real entre 1976.IV y 1981.I estaría explicada por los tres factores antes analizados, a saber: la excesiva expansión del crédito interno, la eliminación de los impuestos a las exportaciones y los flujos de capital, cada uno de los cuales tiene una ponderación similar en relación a la variación total. Los términos de intercambio externos, por su parte, tienen una importancia insignificante en la explicación de la apreciación real, aunque tendieron a subir levemente como se muestra en el Gráfico 10.

Dado que imponer flujos netos de capital nulos entre 1978 y 1981 parece una condición demasiado restrictiva en un contexto de elevada liquidez internacional, se procedió a simular el comportamiento del tipo de cam-

bio real bajo condiciones de mayor permisividad al endeudamiento externo, sin llegar a los altos niveles de endeudamiento observados que comprometieron la posición del país frente a los acreedores internacionales. Así, se calculó que si la variable f no hubiera representado más del 0.5% del PBI durante cada trimestre entre 1977.IV y 1981.I, la deuda externa se hubiera incrementado aproximadamente en la mitad de lo que realmente aumentó y el tipo de cambio real hubiera sido RERK (véase el Gráfico 11). Obsérvese que, en este caso, la proporción de la apreciación real explicada por los flujos de capital es mucho más baja que antes (alrededor de la mitad de la brecha anterior, según resulta de comparar el Gráfico 9 con el Gráfico 11). La diferencia entre RERK y RERC refleja la apreciación real debida al endeudamiento externo excesivo e insostenible posibilitado por las políticas domésticas de apertura financiera y expansión fiscal.

En resumen, la monetización del aumento en las reservas debida a los inlfujos de capital permite explicar en nuestro modelo alrededor de un 20% de la caída en el tipo de cambio real entre 1976.IV y 1981.I (es decir, un tercio del 65% total que explican todas las variables del modelo). De ello, sólo la mitad podría atribuirse a políticas y el resto a factores externos.

Finalmente, se realizó una simulación para todo el período muestral, es decir 1976.I-1985.II, tomando en cuenta un escenario hipotético basado en los siguientes supuestos: i) liberalización simultánea de exportaciones e importaciones compatible con el equilibrio de la balanza comercial sin ajuste cambiario (como antes, la medición de este efecto se hizo aprovechando que el nivel del tipo de cambio real que habría resultado bajo este supuesto es igual al que habría existido de mantener constantes las retenciones); ii) expansión del crédito interno igual a la suma de la devaluación nominal, la inflación externa y el crecimiento del producto, durante

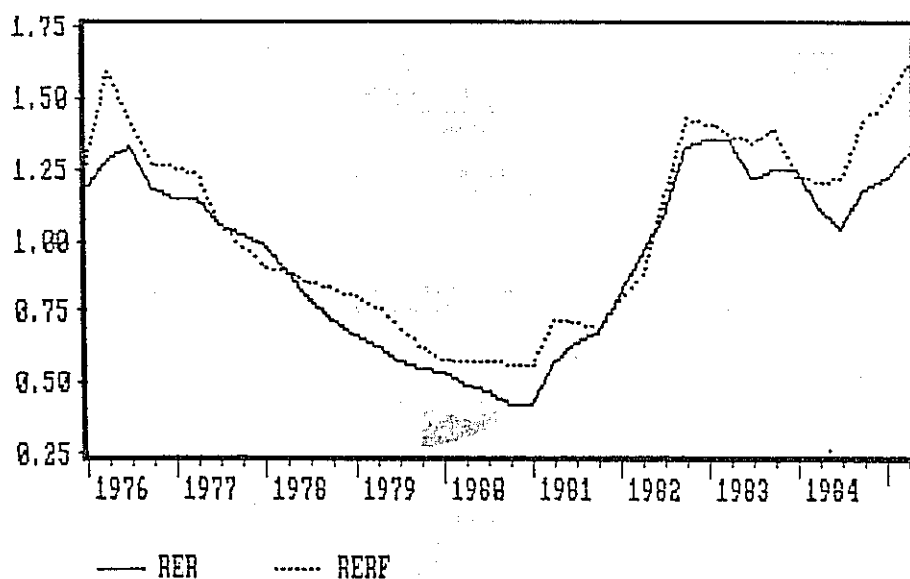
cada trimestre a partir de 1976.IV; iii) tasa de devaluación fija al nivel de 2% trimestral a partir de 1981, reflejando la meta del gobierno de alcanzar una tasa de inflación baja y estable; iv) entrada neta de capital positiva pero restringida desde 1977.IV hasta 1981.I, reflejando las mejores condiciones de acceso a los mercados de capital mundiales (al igual que en la simulación anterior, se supuso que los aumentos netos en la deuda externa no superaran el 0,5% del PBI por trimestre); v) entradas netas de capital nulas desde 1981.2 hasta el final del período, para captar el aumento en la tasa real de interés externa y el cambio poco favorable que se produjo en las condiciones de los mercados de capital internacionales.

Los resultados de la simulación se muestran en el Gráfico 12. RERS muestra la trayectoria de e_t bajo las condiciones especificadas en el párrafo anterior. De allí surge que si se hubieran implementado políticas consistentes como las descritas, el tipo de cambio real se hubiera estabilizado a un nivel similar al del año base (1970). En esas condiciones, la crisis externa no hubiera ocurrido y las maxidevaluaciones de 1981-82 no hubieran sido necesarias, a pesar de que se habría producido una apertura comercial mucho más amplia que la que realmente ocurrió.

Gráfico 7

Tipo de Cambio Real Observado (RER)
y Simulado (RERF)
1976-1985

(Indice 1970 = 1.0)



Cuadro 4

Datos Utilizados en la Estimación del Modelo

Variable	Símbolo	Descripción	Fuente
Tipo de cambio nominal	E	Dólar de EE.UU.	Banco Central
Índice de precios externos	P^f	Mayoristas EE.UU.	International Financial Statistics
Índice del nivel de precios internos	P^d	Costo de vida	INDEC
Impuesto a las exportaciones	t_x	Impuestos recaudados a las exportaciones como porcentaje de las exportaciones	Secretaría de Hacienda e INDEC
Términos de intercambio externos	u	Índice de precios de las exportaciones dividido por el índice de precios de las importaciones	Cavallo (1985a)
Índice de precios de las exportaciones	P_x^f	Índice de precios de las exportaciones en dólares	Banco Central
Índice de precios de las importaciones	P_i^f	Índice de precios de las importaciones en dólares	Banco Central
Superávit de la Balanza Comercial como porcentaje del producto	x	Exportaciones menos importaciones a precios constantes del 70 como proporción del PBI	Banco Central
Oferta monetaria	M	M_3 definido como medios de pago más depósitos de ahorro y a plazo fijo en bancos comerciales y financieros	Banco Central
Reservas externas	R	Reservas en oro y divisas en el Banco Central	Banco Central
Crédito Doméstico	C	M_3 menos reservas	Banco Central
Entrada neta de capitales	f	Variación de las reservas menos al balance comercial como proporción del PBI	Banco Central
Gasto del gobierno como porcentaje del producto	g	Gastos de tesorería como proporción del PBI	Secretaría de Hacienda

Cuadro 5

Resultados Estadísticos de las Simulaciones delTipo de Cambio Real

Estadísticos	1976.I	1976.I
	1981.I	1985.II
emc	0.11	0.13
emc (%)	15.3	14.8
media RER	0.83	0.94
media RERF	0.90	1.03
U (Theil)	0.06	0.06

Notas: emc: error medio cuadrático u: coeficiente de desigualdad de Theil.

Gráfico 8

Tipos de Cambio Reales Simulados
bajo Escenarios de Políticas Diferentes
1976-1981

(Indice 1970 = 1.00)

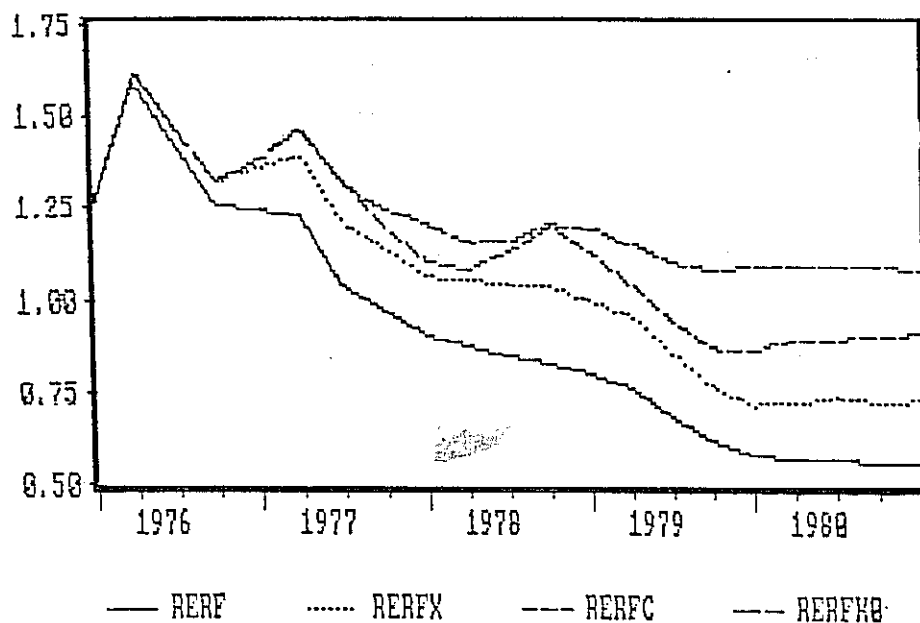


Gráfico 9

Tipo de Cambio Real Observado y Simulaciones
bajo Escenarios de Políticas Diferentes
1976-1981

(Indice 1970 = 1.0)

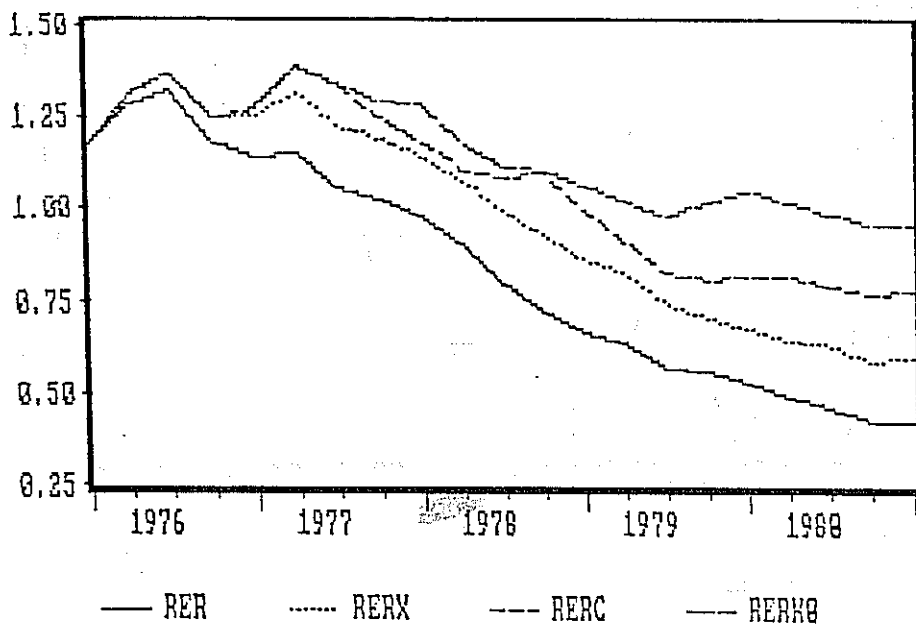
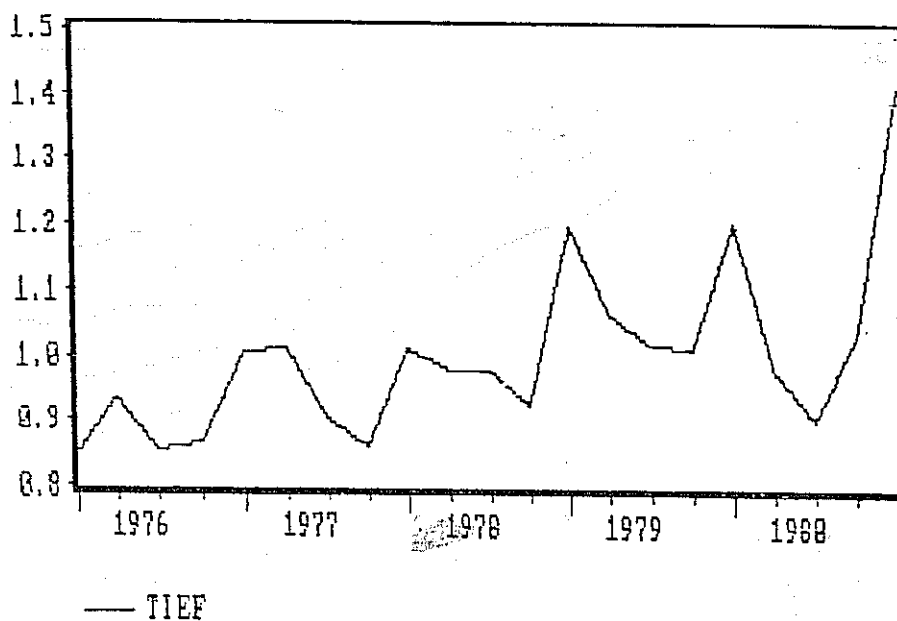


Gráfico 10

Términos de Intercambios Externos
1976-1981



Fuente: Cavallo (1985a).

Gráfico 11

Simulación del Efecto de Entradas de Capital
no Sostenibles sobre el Tipo de Cambio Real

(Indice 1970 = 1.0)

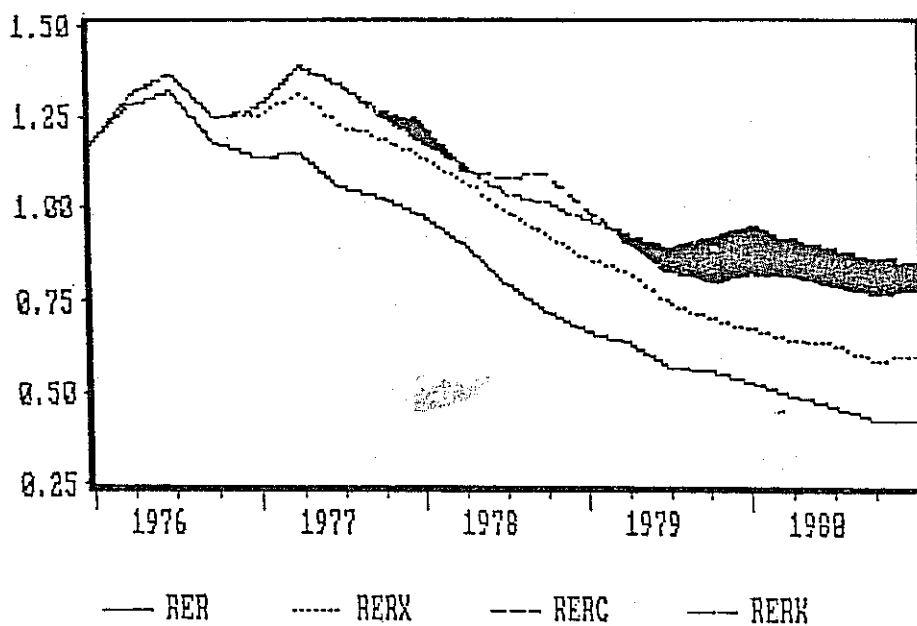
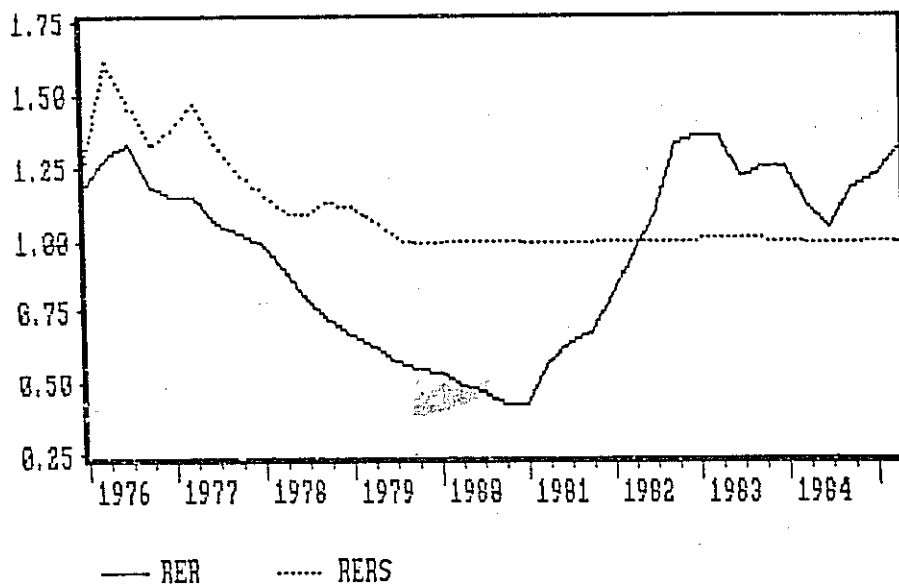


Gráfico 12

Tipo de Cambio Real Simulado bajo un Escenario
de Políticas Consistentes, 1976-85

(Indice 1970 = 1.0)



RESUMEN Y CONCLUSIONES

En este trabajo se analizaron los factores que contribuyeron a la apreciación real del peso argentino entre 1976 y 1981 y se trató de cuantificar la importancia relativa de cada uno de esos factores en la generación de aquel efecto.

Se concluye que, de haberse implementado políticas comerciales, fiscales y financieras más consistentes, el tipo de cambio real se habría estabilizado alrededor del nivel que tenía en 1970 evitando así la brusca fluctuación en forma de U observada durante la última década. En estas condiciones, el programa antiinflacionario habría tenido éxito, y las reformas comerciales y financieras habrían posibilitado pasar de una economía reprimida a una economía libre sin costos exagerados.

Una política comercial más consistente hubiera sido permitir un mayor aumento en las importaciones en 1977-78 para evitar la acumulación de superávits en cuenta corriente que se produjo como consecuencia de la política de liberalización y promoción de exportaciones. Para ello, el programa arancelario debería haberse aplicado antes y en forma más rápida.

Por su parte, la liberalización financiera -tanto doméstica como externa- debería haber ocurrido recién después de haberse alcanzado el equilibrio fiscal, cosa que en Argentina nunca ocurrió. Aun así, habría sido necesario imponer algunas restricciones a la entrada de capital (por ejemplo, un impuesto a la Tobin, 1978) para evitar una afluencia inicial demasiado grande como consecuencia de la eliminación de controles.

Finalmente, la expansión del crédito doméstico debería haber estado más en la línea con la tasa de devaluación preanunciada en 1979-80, lo que a su turno hubiera requerido la reducción del déficit fiscal y cuasifiscal.

NOTAS

- 1/ Sobre los planes de estabilización en el Cono Sur y el ordenamiento de la liberalización comercial y financiera, véase Díaz-Alejandro (1981), McKinnon (1982), Harberger (1982) y Edwards (1985).
- 2/ Las secciones 1 a 4 se basan en Cavallo y Cottani (1986b) donde puede encontrarse una descripción más completa de las políticas implementadas durante el período 1976-81.
- 3/ Véase, por ejemplo, Cavallo y García (1985) y Cavallo y Cottani (1986a). Estos modelos utilizan datos anuales y una medida más global del gasto público que la disponible sobre bases trimestrales. Pero, debido a que las ecuaciones son de forma reducida, las mismas no son útiles para analizar la dinámica de corto plazo del tipo de cambio real.
- 4/ Las elasticidades de largo plazo son aproximadamente un 80 por ciento más elevadas.
- 5/ Principalmente, luego del overshooting inicial provocado por la devaluación de 1976.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- Cavallo, D.F. (1985), "Long-Term Growth in the Light of External Balance Policies. The Case of Argentina", a editarse en A Policy Manual for the Open Economy, Banco Mundial.
- Cavallo, D.F. y García R. (1985): "El tipo de cambio real y las políticas macroeconómicas: Argentina 1960-83", trabajo presentado en la VIII Jornada sobre Economía Monetaria y Sector Externo del Banco Central.
- Cavallo, D.F. y J. Cottani (1986a), "Real Exchange Rate Behavior and Economic Performance in LDCs", trabajo de antecedentes para el Informe sobre Desarrollo Mundial, Banco Mundial, 1986.
- (1986b), "The Timing and Sequencing of a Trade Liberalization Policies. The Case of Argentina", mimeo, Banco Mundial.
- Díaz-Alejandro, C.F. (1981), "Southern Cone Stabilization Plans", en Cline and Weintraub (ed.), Economic Stabilization in Developing Countries, Washington D.C.: Brookings Institution.
- Díaz-Alejandro, C.F. (1983), "Good-bye Financial Repression, Hello Financial Crash". Journal of Development Economics, pp. 1-24.
- Edwards, S. (1985), "The Order of Liberalization of the Balance of Payments: Should the Current Account Be Opened up First?", World Bank Working Papers, N° 710.
- Fair, R. (1985), "The Estimation of Simultaneous Equation Models with Lagged Endogenous Variables and First Order Serially Correlated Errors", Econometrica N° 38.
- Harberger, A.C (1982), "The Chilean Economy in the 1970s: Crisis, Stabilization, Liberalization, Reform" en K. Brunner and A. Meltzer (eds.), Economic Policy in a World of Change, North-Holland.
- McKinnon, R. (1982), "The Order of Economic Liberalization: Lessons from Chile and Argentinian", en K. Brunner and A. Meltzer (eds.), Economic Policy in a World of Change, North-Holland.
- Mackinnon, R. and D. Mathieson (1981), "How to Manage a Repressed Economy?", Princeton Essays in International Finance, N° 145.
- Rodríguez, C. y L. Sjaastad (1979), "El atraso cambiario en Argentina: mito o realidad?", Documento de Trabajo CEMA N° 2.
- Tobin, J., "A Proposal for International Monetary Reform", Cowles Foundation Paper N° 495, Yale University, 1980.