



UNIVERSIDAD DE BELGRANO

1964 - 2004. Buenos Aires, Argentina

0-303007 0<0E2 0- 02 00-0E+0M 02 07+300
00 00+307 00-00 70 -0 23006 000E0E'-0

Indicadores
Indicadores
de la
Nueva
Economía

C
E
N
E

Nº 15

Nº 15

SUMARIO

Editorial

**LA COTIZACIÓN DEL DÓLAR, LA RENEGOCIACIÓN
DE LA DEUDA EXTERNA Y LAS RETENCIONES**

Artículo

El Boletín de Calificaciones del F.M.I.

Indicadores

Índice de la capacidad de pago de Argentina

Índice de confianza en el sistema financiero

Director: Lic. Víctor A. Beker

E-mail: cene@ub.edu.ar

EDITORIAL**LA COTIZACIÓN DEL DÓLAR, LA RENEGOCIACIÓN DE LA DEUDA EXTERNA Y LAS RETENCIONES**

Estas tres cuestiones que, *prima facie*, pueden parecer totalmente desvinculadas entre sí están, sin embargo, estrechamente relacionadas.

Por un lado, el gobierno está preocupado por el valor del dólar. Por el otro, debe avanzar en la renegociación de la deuda externa.

Un lector desprevenido se preguntaría qué razón puede haber para que el gobierno se preocupe hoy por un alza en el tipo de cambio cuando éste ha caído de 4 pesos a menos de 3 pesos.

Pero, créase o no, [al equipo económico](#) lo que le preocupa es la tendencia a la **baja** del dólar. O sea [le preocupa su rotundo éxito en eliminar la suba excesiva \(*overshooting*\) que registró la cotización de la moneda americana inmediatamente después de la devaluación.](#)

Una de las críticas al régimen de convertibilidad es que otorgaba un virtual seguro de cambio gratuito al garantizar el valor del dólar en pesos, bajo cualquier circunstancia.

Por el contrario, un régimen de tipo de cambio flexible penaliza la compra especulativa al no garantizar el valor de la divisa extranjera, como bien lo saben hoy quienes compraron dólares a 4 pesos.

Por ello [resulta llamativa la propuesta de establecer una suerte de neoconvertibilidad](#) pretendiendo obligar al Banco Central a sostener un valor determinado o una estrecha franja de valores para el tipo de cambio.

Es cierto que hoy existe un excedente de oferta en el mercado cambiario que presiona la cotización hacia abajo.

Esto, que sería una buena noticia para cualquier gobierno, no es tomada como tal por el actual.

Ahora bien, ¿cuál es el origen de ese exceso de dólares? En primer lugar, el hecho que Argentina no está pagando la deuda en *default*.

Efectivamente, una caída en el tipo de cambio sería solamente transitoria ya **que una vez que comiencen a hacerse los pagos que se acuerden con los acreedores la cotización del dólar debería subir**. Por tanto, resulta lógico tratar de evitar una caída pronunciada en dicha cotización. ¿Cómo hacerlo?

En el problema está la solución. ¿Cuál es ésta? **Utilizar el superávit fiscal para adquirir los dólares que más tarde o más temprano necesitará la Tesorería para hacer frente a los pagos que se acuerden con los acreedores**.

Nadie puede dudar que más allá de los forcejeos propios de toda negociación, **el resultado final no será muy diferente de la propuesta gubernamental o sea un compromiso de destinar al pago de la deuda no más del 3% del PBI**. Qué quita significará en definitiva dependerá del número de años de duración que tengan los nuevos bonos. O sea la cuestión central en discusión es el **plazo**.

Luego, aparece el tema de **cómo darle credibilidad al compromiso** al que se arribe. Mientras la mayoría de los ingresos del gobierno son en pesos, los pagos de la deuda a los acreedores externos deben efectuarse en dólares.

¿Cómo asegurar que ese 3% del PBI sea suficiente el día de mañana para pagar los servicios de la deuda renegociada y que no sea necesario en el futuro destinar a ello un 4 o un 5%?

Afectando a los pagos destinados a los acreedores residentes en el exterior aquellos ingresos que el gobierno obtiene en dólares. ¿Cuáles son ellos? Las retenciones a las exportaciones.

Ello daría tranquilidad a los acreedores y eliminaría el riesgo de cambio para el gobierno.

En resumen: el acuerdo con los acreedores suprimirá el temporario exceso de dólares en el mercado cambiario que tanto preocupa en este momento a las autoridades. Una forma de alcanzarlo es afectando una parte de las retenciones a los pagos resultantes del arreglo.

ARTÍCULO

El Boletín de Calificaciones del F.M.I.

Se conocieron los resultados de los primeros tres estudios realizados por la Oficina de Evaluación Independiente (OEI) sobre la conducta del Fondo Monetario Internacional.

En ellos, la OEI analizó tres temas: el ajuste fiscal, la función del Fondo en las crisis de Corea, Indonesia y Brasil y, finalmente, la cuestión del uso prolongado de recursos del FMI por parte de algunos países.

Entre las críticas que formula la OEI al comportamiento del FMI se destaca una tendencia hacia un excesivo ajuste fiscal. Tampoco cree que se justifican ni la magnitud ni el ritmo de las medidas fiscales. Señala que, en muchos casos, no se explica cómo se compaginan las metas fiscales con los supuestos respecto a la recuperación económica o con el resto del programa.

La OEI constató que, en la segunda revisión de los acuerdos, generalmente son mayores los ajustes a la baja que al alza en las metas, lo cual hace pensar que las originales eran demasiado exigentes.

Otra crítica al FMI es que considera al impuesto al valor agregado como la piedra angular de un sistema tributario moderno pero no presta suficiente atención a los impuestos sobre la renta y la propiedad ni a la necesidad de combatir la evasión fiscal.

En cuanto al gasto, critica que el FMI se preocupe demasiado por reducir el empleo público o limitar la masa salarial, medidas que pueden revertirse fácilmente.

En el caso de las crisis analizadas, se señala que ninguno de los tres programas iniciales logró estabilizar la moneda nacional. Mientras en el caso de Indonesia se culpa al gobierno local, en el de Corea se atribuye la responsabilidad a los principales accionistas del FMI y en el de Brasil la culpa se divide entre el gobierno y el FMI. Asimismo, se atribuye al Fondo no detectar los factores de vulnerabilidad que explican la intensidad de las crisis de Corea e Indonesia. En este sentido se recomienda emitir señales progresivas de alerta cuando el personal del FMI detecte factores importantes de vulnerabilidad.

Finalmente, la OEI advierte que el uso prolongado de recursos del Fondo ha ido aumentando. En gran parte de ese aumento influyen países de tamaño mediano como Turquía, México y Argentina. El temor a que un país grande no pague lo que ya debe parece determinante en este comportamiento.

(Más información en: P.E. Kenen. Calificación del desempeño del FMI. Finanzas y Desarrollo. Marzo de 2004)

INDICADORES**CRECIÓ LA CAPACIDAD DE REPAGO DE ARGENTINA**

El Índice de Capacidad de Pago de Argentina (ICPA) que elabora la UB con vistas a medir la capacidad del sector público y privado de hacer frente a pagos de la misma, registró en marzo una variación positiva del 4.9 por ciento respecto al nivel registrado en enero último y del 16.9 por ciento con relación al verificado un año atrás.

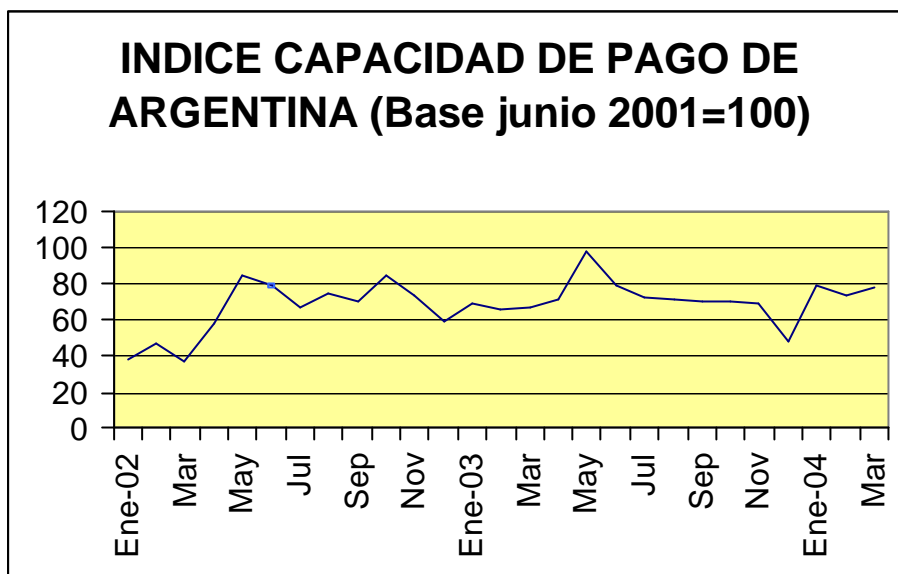
Dicho índice se elabora en base a un promedio ponderado de cuatro indicadores: resultado fiscal primario, tipo de cambio real, reservas del Banco Central y saldo de la balanza comercial.

El aumento en el ICPA se registró debido al incremento en el superávit fiscal. En cambio, el resto de los componentes de dicho índice –tipo de cambio real, nivel de reservas y balanza comercial- mostró una evolución neutra o negativa en marzo.

Índice de la capacidad de pago de Argentina

Junio 2001=100

Mar-03	66,47
Abr	70,74
May	97,24
Jun	78,47
Jul	72,53
Ago	71,95
Sep	70,52
Oct	70,55
Nov	68,62
Dic	48,46
Ene-04	78,54
Feb	74,08
Mar	77,74



DECLINACIÓN EN EL INDICE DE CONFIANZA EN EL SISTEMA FINANCIERO

Una baja del 6,6% registró en abril el Índice de Confianza en el Sistema Financiero que elabora el CENE. Comparado con un año atrás el índice prácticamente no registra variación.

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

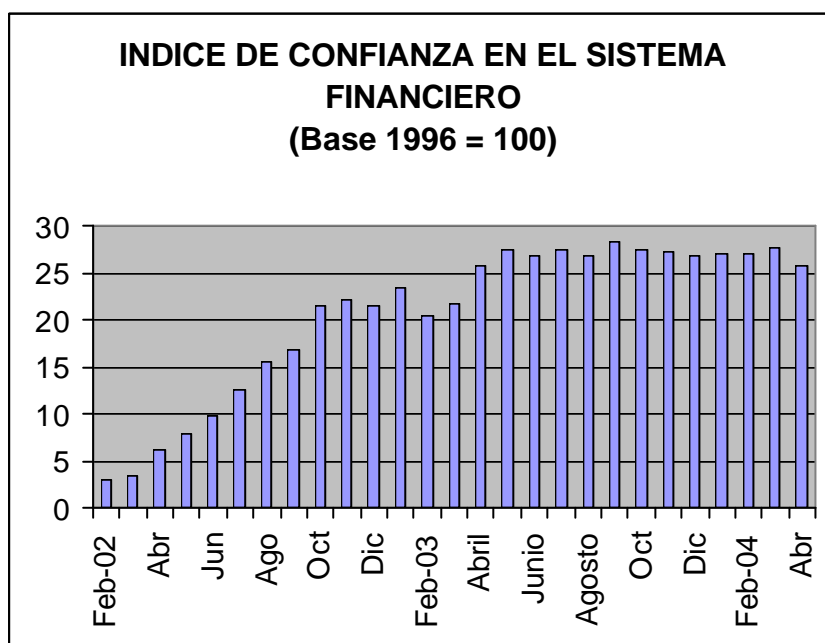
El comportamiento verificado indica que, luego de la recuperación experimentada a mediados de 2002, la confianza en el sistema financiero entró en una meseta, con leves altibajos.

Las actuales tasas de interés no constituyen un incentivo suficiente para atraer una mayor masa de depósitos. Por el contrario, los depósitos a plazo en pesos vienen declinando en forma sostenida y sólo muestran una leve tendencia alcista los denominados en dólares.

Índice de confianza en el sistema financiero

Base 1996=100

2002		2003		2004	
		Ene	23,57	Ene	27,19
Feb 02	2,96	Feb	20,54	Feb	27,17
Mar	3,56	Mar	21,80	Mar	27,65
Abr	6,27	Abr	25,87	Abr	25,90
May	7,86	May	27,54		
Jun	7,82	Jun	27,02		
Jul	12,53	Jul	27,64		
Ago	15,54	Ago	26,76		
Sept	16,97	Sept	28,37		
Oct	21,58	Oct	27,49		
Nov	22,30	Nov	27,27		
Dic	21,51	Dic	26,96		



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

El tipo de cambio de convertibilidad (TCC) –calculado como el cociente entre la base monetaria y el nivel de reservas- se ubicaba a fin de abril en **2.99**.

