



UNCUYO
UNIVERSIDAD
NACIONAL DE CUYO

FCE
FACULTAD DE
CIENCIAS ECONÓMICAS

LICENCIATURA EN ECONOMÍA

SECTOR EXTERNO ARGENTINO Y AUSTRALIANO

-Trabajo de investigación-

POR

Augusto Bou Quibar

Profesor tutor: Alejandro Trapé

Mendoza - 2014

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN	4
CAPÍTULO I: MARCO TEÓRICO	9
1- ASPECTOS RELEVANTES DEL BALANCE DE PAGOS	9
2- DÉFICITS SOSTENIBLES Y PERMANENTES	9
CAPÍTULO II: RESULTADO FISCAL	12
1- INTRODUCCIÓN	12
2- ARGENTINA	12
3- AUSTRALIA	14
4- CONCLUSIONES	16
CAPÍTULO III: SECTOR MONETARIO	17
1- INTRODUCCIÓN	17
2- ARGENTINA	19
A- PERIODO 2005-2009	19
B- PERIODO 2010-2013	27
3- AUSTRALIA	34
4- CONCLUSIONES	39
CAPÍTULO IV: DEUDA EXTERNA	42
1- INTRODUCCIÓN	42
2- ARGENTINA	42
A- HISTORIA DE LA DEUDA EXTERNA PÚBLICA	44
B- RIESGO PAÍS	45
3- AUSTRALIA	45
4- CONCLUSIONES	47
CAPÍTULO V: BALANCE DE PAGOS	49
1- INTRODUCCIÓN	49
2- ARGENTINA	49
3- AUSTRALIA	56
A- DEBATE SOBRE LOS DÉFICITS DE CUENTA CORRIENTE AUSTRALIANOS	56
B- ANÁLISIS DEL BALANCE DE PAGOS	58
4- CONCLUSIONES	63
CONCLUSIONES FINALES	65

1- ARGENTINA.....	65
2- AUSTRALIA.....	66
BIBLIOGRAFÍA.....	68

INTRODUCCIÓN

Desde el año 2011, en Argentina, se habla sistemáticamente de un desajuste de las cuentas externas. Los argumentos para afirmar esto son:

- La cuenta capital era negativa desde 2008 y se esperaba que lo siguiera siendo.
- La cuenta corriente mostraba una clara tendencia decreciente año a año.
- La suma de la cuenta capital y financiera era negativa en 2011 y se esperaba que lo siguiera siendo en los años siguientes. Lo que resultaría en una disminución de las reservas internacionales.
- El resultado fiscal era deficitario y con una tendencia decreciente. El mismo era financiado con emisión monetaria. El gasto público, inflexible a la baja, creció a grandes tasas, al igual que los ingresos, pero estos últimos lo hicieron a una tasa considerablemente menor, a pesar de la alta presión tributaria.
- La inflación, que desde el año 2007 había sido alta, en conjunto con el tipo de cambio nominal estancado, resultaban en una depreciación real de la moneda argentina. Este fue el principal causante de la tendencia decreciente de los superávits de cuenta corriente.
- El tipo de cambio nominal era utilizado como ancla nominal para evitar mayores aumentos en la inflación.
- Se acercaban grandes pagos de deuda externa. El gobierno nacional ya había anunciado que los mismos se realizarían con reservas del Banco Central.

Todas estas preocupaciones llevaron a que, en octubre de 2011, el gobierno nacional decidiera introducir una fuerte restricción a la compra de divisas con el objetivo de evitar la salida de capitales y las importaciones.

A partir de ese momento las condiciones cambiaron: apareció un mercado paralelo, no legal, de divisas que comenzó a reflejar un tipo de cambio más parecido al de equilibrio que en el mercado




oficial. De esta manera la cuenta capital y la cuenta corriente tendieron a acercarse a cero; dadas las presiones inflacionarias existentes, la moneda siguió apreciándose en términos reales. Esto ejerció presión para una cuenta corriente negativa que, a pesar de unos controles cambiarios cada vez mayores, comenzaba a parecer irreversible en el año 2013.

Además había un claro desajuste en el sector monetario ya que la base monetaria crecía a grande tasas principalmente debido a la monetización del déficit fiscal, mientras que las reservas caían. Estas dos cosas juntas presionaban a una depreciación de una moneda, pero esta no ocurría debido a la intervención del Banco Central que mantuvo el tipo de cambio estable para utilizarlo como ancla nominal.

Dado este panorama, el día 21 de agosto de 2013, la presidente de la Nación Argentina, Cristina Fernández, en su discurso en cadena nacional y luego vía Twitter, explicó que iba a derribar algunos mitos. Uno de ellos era, el mito que “las cuentas externas no cierran”. Para esto realizó una comparación de Argentina con Australia y Canadá a través de algunos indicadores para el año 2012: saldo comercial, saldo en cuenta corriente, reservas/PBI, reservas/deuda externa.

En la cuenta oficial de Twitter de la presidente de la Nación fue publicada la siguiente tabla, que corresponde con los datos brindados en el discurso:

TABLA 1: COMPARACIÓN ARGENTINA, AUSTRALIA

INDUSTRIA		www.industria.gob.ar		
<i>Derribando....</i>				
<i>Mito 2: “La cuentas externas no cierran” (I)</i>				
				
Año 2012	Argentina	Australia	Canadá	
Saldo Comercial (USD en millones)	12.419	5.778	-8.988	
Saldo en Cuenta Corriente (USD en millones)	316	-56.385	-66.999	
Saldo en Cuenta Corriente (% del PBI)	+0,1%	-3,7%	-3,7%	
Reservas (julio 2013) (USD en millones)	37.049	50.133	69.757	
Reservas / PBI	7,8%	3,3%	3,8%	
Reservas / Importaciones	54%	20%	15%	
Reservas / Deuda Externa	26,2%	3,6%	5,2%	

Fuente: FMI- CCI(OMC-UNCTAD)- BCRA-BC-RBA

Argentina tiene superávit fiscal, equilibrio en cuenta corriente, y una posición de reservas más holgada

Fuente: Twitter

Y a continuación se hace un resumen del discurso del 21 de agosto, en donde la presidente expone los datos anteriores:

"Las cuentas externas no cierran". Eso dicen también, lo vemos a diario en los titulares de algún diario. Alguien dirá qué me importan, a mí me importa el sueldo, la cuota del auto y la cuota de la casa, pero cuando estos números macroeconómicos no empiezan a cerrar a vos no te empieza a alcanzar ni para pagar el auto ni la casa y a lo mejor tu trabajo también peligra. Porque todo funciona al mismo tiempo.

El saldo comercial de la Argentina en el año 2012 fue de 12.419 millones de dólares, el de Australia fue de 5.778 de superávit comercial, esto es balance entre lo que se importa y lo que se exporta. Canadá tuvo un déficit en su balanza comercial de casi 9.000 millones de dólares.

Saldo en cuenta corriente. En millones de dólares nuestro saldo de cuenta corriente en el año 2012 fue de 316 millones de dólares. El saldo en cuenta en Australia fue negativo en 56.385 millones de dólares y en Canadá de 66.999 millones de dólares.

Saldo en cuenta corriente como porcentaje del producto bruto. Nosotros estamos en el 0,1; hemos descendido, en otros tiempos estuvimos mejor porque estaba mejor la economía y porque el mundo también estaba mejor, pero estamos en un 0,1 positivo mientras que en Australia el saldo en cuenta corriente como porcentaje del PBI es negativo en un 3,7%, igualmente lo es en Canadá.

Las reservas. Ahora han empezado a agitar el tema de las reservas, que nos estamos quedando sin reservas, producto de destinarlas al pago de la deuda o no sé qué cosa. Un país como la Argentina cuenta al día por lo menos último que cerró el mercado único de cambios, 37.076 millones de dólares de reservas. Australia tiene 50.133 millones de dólares y Canadá 69.757 millones de dólares.

Es más, si nosotros no hubiéramos tenido a partir de la desinversión sistemática y que nuestra principal productora individual de petróleo YPF, en manos de Repsol, no hubiera caído en esa declinación, hoy estaríamos en 52.000 millones de dólares de reservas. Y si no hubiera habido algunas corridas cambiarías en las elecciones...

¿Cómo comparamos estas reservas? Hay que compararlas con el PBI que produce cada país y estos 37.076 millones de dólares que la Argentina tiene netos de reserva representan un 7,8% del PBI. ¿Cuánto representan los 50.000 que tiene Australia respecto de su PBI? Representan un 3,3%, o sea Australia tiene menos de la mitad de las reservas que nosotros tenemos, con un PBI mucho más alto, teniendo 50.000 millones de reservas éstas representan sólo el 3,3% del PBI. Y nadie pone en

discusión la solvencia fiscal de Australia. Lo mismo sucede con Canadá, las reservas con respecto a su PBI, se acuerdan que les dije que tenía 69.000 millones de dólares de reserva su Banco Central, representan un 3,8% de su PBI. ¿Ustedes escucharon en algún titular que alguien ponga en duda la solvencia o la capacidad de pago de Canadá por tener sólo reservas por un 3,8% de su PBI? No, sin embargo todos los días vemos titulares de calificadoras, de gurúes y de diarios económicos poniendo en duda las reservas de la República Argentina cuando están representando un 7,8% de nuestro PBI.

Reservas e importaciones, esto es qué relación hay entre las reservas y las importaciones. Esto les interesa mucho a los industriales y a todos los que producen, porque nosotros no tenemos la máquina de hacer dólares, con lo cual nuestros dólares tienen que ser genuinos para hacer frente no sólo a los pagos de vencimiento de deuda sino para permitir a los industriales que puedan comprar con los dólares por importación los insumos básicos para poder continuar con la producción y el crecimiento.

La relación entre reservas y monto de las importaciones en la Argentina es del 54%. En Australia es del 20% y en Canadá es del 15%.

La relación entre reservas y deuda externa obviamente es mayor el porcentaje que nosotros tenemos, 26,2% de nuestra deuda externa, mientras que de su deuda externa Australia tiene en reservas el 3,6%. Esto es una rémora de la convertibilidad, cuando se medían las reservas en forma equivalente al circulante, a la cantidad de pesos y ha quedado como una rémora. Por ahí hay mucha gente que cree sinceramente que esto es así y por ahí hay muchos economistas o interesados en hacerle creer a la gente que esto es así. Reitero: la relación entre reservas y deuda externa en la Argentina alcanza al 26% mientras que en Australia las reservas alcanzan sólo el 3,6% de su deuda externa y en Canadá el 5,2%.

Dada estas declaraciones, el objetivo principal de este trabajo será: encontrar diferencias (en caso de que existan) entre los sectores externos argentino y australiano que justifiquen por qué se percibía, durante el año 2013, que Argentina tenía desajustes en dicho sector y Australia no¹.

Las hipótesis del trabajo son las siguientes:

- ✓ Los analistas que veían un desajuste en el sector externo argentino durante el año 2013 tenían fundamentos adecuados para prever que se necesitaría algún tipo de ajuste.
- ✓ Dado que el nivel de deuda externa australiano sobre PBI es significativamente superior al de Argentina, entonces se debería poner en duda la solvencia de Australia.

¹ En el trabajo sólo se realiza la comparación de Argentina con Australia, dejando de lado a Canadá.

- ✓ Debido a los grandes déficits de cuenta corriente registrados en Australia por muchos años, el sector externo australiano se encuentra en problemas.
- ✓ La diferencia en las primas de riesgo entre los dos países no se debe a un problema en el sector externo argentino.
- ✓ El desempeño fiscal y sus proyecciones juegan un rol importante en el sector externo.

Para la corroboración de dichas hipótesis se hará un profundo análisis de ciertos sectores de la economía y se utilizará una gran variedad de indicadores para un periodo de tiempo prolongado (el lapso considerado dependerá de cada variable).

La estructura del trabajo será la siguiente: primero se presenta el marco teórico, que incluye algunas definiciones básicas del balance de pagos y una introducción al debate de la sostenibilidad de los déficits de cuenta corriente; luego se presentarán los cuatro capítulos: resultado fiscal, sector monetario, deuda externa y balance de pagos. Cada uno de los capítulos estará subdividido en una introducción; luego se analizarán, por separado, Argentina y Australia; y por último, las conclusiones del capítulo, comparando los resultados de ambos países; el trabajo concluye con las conclusiones globales.

CAPÍTULO I: MARCO TEÓRICO

Este marco teórico incluye una breve introducción de algunos aspectos relevantes del balance de pagos y un breve desarrollo de los conceptos de déficit de cuenta corriente sostenible y permanente, que nos ayudarán a comprender el análisis de datos que se realiza a lo largo de todo el trabajo.

1- ASPECTOS RELEVANTES DEL BALANCE DE PAGOS

La balanza de pagos registra las transacciones económicas entre los residentes de un país y el resto del mundo. Se hace una distinción entre las transacciones por cuenta corriente (transacciones que se materializan en la venta o adquisición de bienes y servicios así como en pagos unilaterales) y las transacciones de activos por la cuenta capital.

Si de la combinación de la cuenta corriente y la cuenta capital resulta un déficit, se produce un exceso de demanda de divisas para efectuar pagos de las adquisiciones netas de bienes, servicios y activos. Con tipos de cambios fijos o con flotación sucia, el Banco Central intervendrá en el mercado de divisas con el fin de impedir una depreciación de la moneda en respuesta al exceso de demanda. Inversamente, si de la cuenta corriente y de la capital se obtiene un superávit, el Banco Central intervendrá para comprar divisas con el fin de evitar la apreciación de la moneda nacional.

El saldo de ajustes oficiales muestra la magnitud de la intervención de las autoridades. Los ajustes oficiales compensan exactamente el desequilibrio de la cuenta corriente y la cuenta capital. La balanza de pagos, incluyendo los ajustes oficiales, suma cero. Si de la combinación de la cuenta corriente y la capital se produce una adquisición neta de bienes, servicios y activos extranjeros, las autoridades deben financiar el desequilibrio haciendo uso de las reservas de divisas del Banco Central o recurriendo al endeudamiento público exterior (Dornbusch, 1993).

2- DÉFICITS SOSTENIBLES Y PERMANENTES

Las transacciones de bienes y servicios son un sistema cerrado: si algunos tienen déficits otros deben tener superávit necesariamente. Lo que discutimos es si los desbalances

constituyen o no un problema. Pero el debate será sólo para los países desarrollados ya que la cuestión de la sostenibilidad en los déficits para países en desarrollo no merece mucha atención adicional dado que se ha mostrado claramente que déficits de cuenta corriente importantes resultaron insostenibles en países en desarrollo.

Que una tendencia sea sostenible no significa que sea permanente. La permanencia es un concepto de los economistas referido a un periodo infinito abstracto. En cambio, la sostenibilidad es una conjetura referida a un periodo más o menos prolongado pero previsible con los datos y conocimientos con que se cuenta actualmente. Una tendencia es sostenible si, en su previsión con los datos y parámetros conocidos en la actualidad, no se prevén procesos que tiendan espontáneamente a revertirla. Aseverar que un país no puede tener déficit de cuenta corriente permanentemente es una realidad innegable, como veremos enseguida. Distinto es afirmar que algunas economías desarrolladas pueden sostener déficits de cuenta corriente por un periodo prolongado sin que eso inhiba o deteriore el funcionamiento normal de esas economías y el resto del mundo.

El resultado de la cuenta corriente de un país en cierto periodo es necesariamente igual al aumento (en el caso de superávit) o la disminución (en el caso de déficits) de los activos netos, reales o financieros, poseídos por los residentes de ese país en el resto del mundo. Si en un periodo el país X tiene superávits en sus transacciones con el país Y, al fin de ese periodo los residentes del país X poseerán necesariamente más activos en el país Y (papeles de deuda de residentes de Y o capital en el país Y). En principio no hay razón para que esta situación no se repita periodo a periodo, mientras los residentes de X acepten los activos de Y como pago por su superávit.

Entonces, el resultado de la cuenta corriente no es el desequilibrio de un mercado, esto es, un exceso de demanda que el movimiento de un precio tienda espontáneamente a cerrar. Un resultado nulo de la cuenta corriente suele denominarse "equilibrado", pero un resultado no nulo no es un "desequilibrio" en el sentido mencionado arriba: no pone automáticamente en marcha un mecanismo corrector.

En un contexto de libre movilidad de capitales como el que rige actualmente en la mayor parte de la economía mundial, no hay razón lógica por la que un país desarrollado, no pueda sostener un déficit de cuenta corriente por un periodo prolongado, mientras que los

países superavitarios acepten sus activos como pagos por sus superávits corrientes (Frenkel, 2010).

CAPÍTULO II: RESULTADO FISCAL

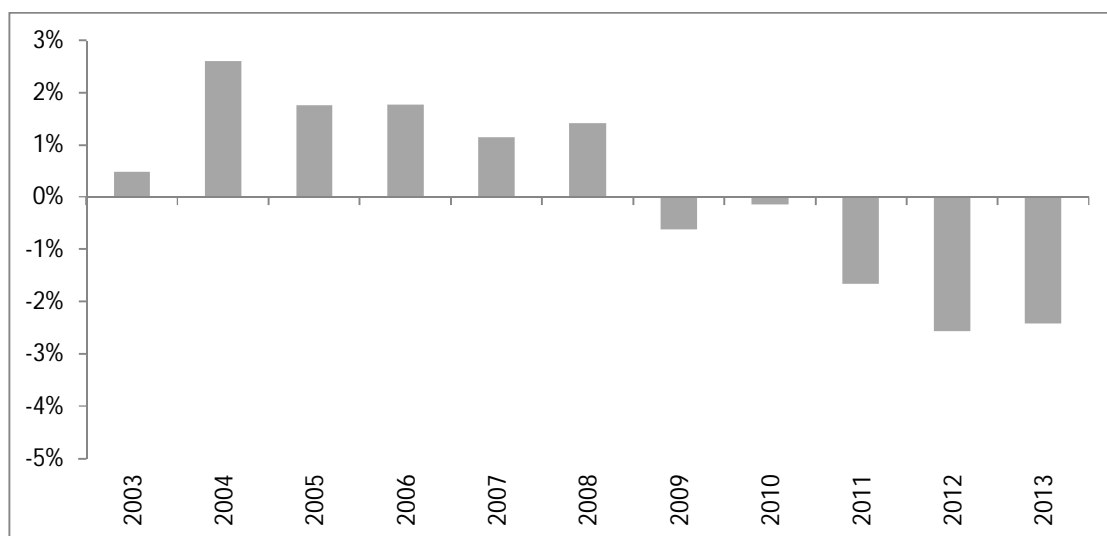
1- INTRODUCCIÓN

En este capítulo se analiza el resultado fiscal financiero de las economías, es decir, la diferencia entre los ingresos totales y los gastos totales (incluyendo pagos de intereses) del sector público. Se analizará la situación pasada, actual y las perspectivas futuras para ambas variables. También se verán las formas de financiamiento del déficit para cada país. Y, por último, se verá que implicancias puede tener todo esto en el sector externo.

2- ARGENTINA

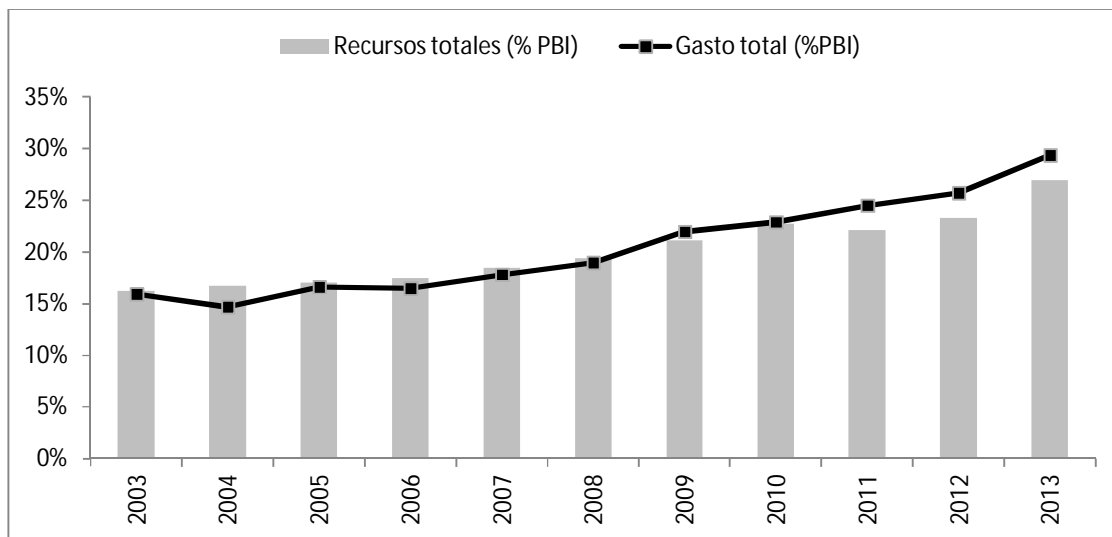
El resultado financiero se presenta deficitario desde el año 2009 en adelante. Esto se debe a una escalada del gasto público a un ritmo mayor que el aumento de los recursos fiscales. Durante los años 2009 y 2010 los déficits resultaron moderados y cercanos a cero, mientras que en los tres años siguientes fueron algo más significativos.

GRÁFICO 1: RESULTADO FINANCIERO (%PBI). ARGENTINA



Fuente: elaboración propia en base datos del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas.

GRÁFICO 2: RECURSOS Y GASTOS TOTALES (%PBI). ARGENTINA



Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas Públicas.

Si bien, en principio, estos números no parecen inmanejables, se encuentra en una situación difícil de revertir ya que, por un lado el 90% de los gastos son corrientes y generalmente estos son inflexibles a la baja; además con la creciente inflación existente, las demandas salariales son cada vez mayores. Por el otro lado, nos encontramos en un momento de alta presión tributaria y de desaceleración de la economía, por lo que no parece muy probable que los ingresos crezcan a un mayor ritmo que los gastos. Por lo que se espera para los siguientes años que esta situación deficitaria no se revierta.

Otra cosa a tener en cuenta es que, por el lado de los ingresos fiscales, cada vez se está haciendo un mayor uso de los fondos de la ANSES y utilidades del Banco Central (en el año 2013 llegaron a ser el 8% de los mismos mientras que en 2012 fueron del 5%). Estos ingresos no son del todo genuinos ya que pueden traer consecuencias a largo plazo.

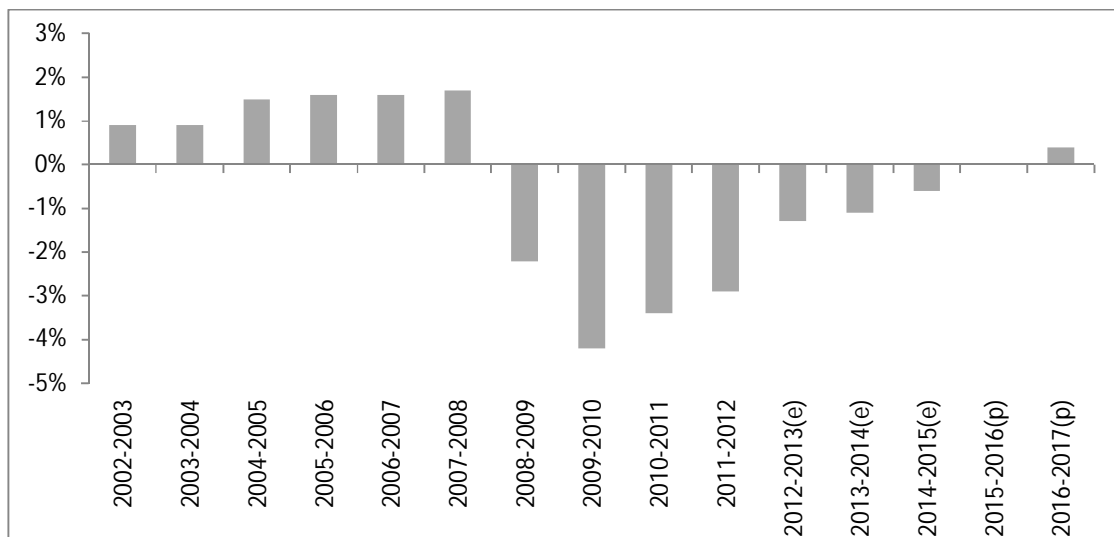
Las dos maneras de financiar un resultado fiscal negativo son: el endeudamiento y la emisión monetaria. Dado que el país no tiene acceso al crédito externo (ver capítulo de deuda externa), pareciera que la única opción que tiene para cubrir el rojo de las cuentas públicas es emitir dinero, lo cual implica un problema en el sector externo ya que la alta inflación y el atraso cambiario acumulados durante los últimos años han puesto al gobierno en la disyuntiva entre mantener un tipo de cambio relativamente estable, a costa de pérdidas de reservas con un cepo cambiario cada vez mayor, y dejar que se deprecie la moneda.

3- AUSTRALIA

A diferencia del presupuesto argentino, el australiano no se planifica año por año sino que se realiza para un periodo más largo y luego se ajusta a lo planificado. El actual presupuesto cuenta con una estrategia fiscal (que no ha cambiado desde 2008-2009). La misma consiste en obtener superávits fiscales, en promedio, a mediano plazo y mantener los ingresos fiscales por debajo del 23,7%.

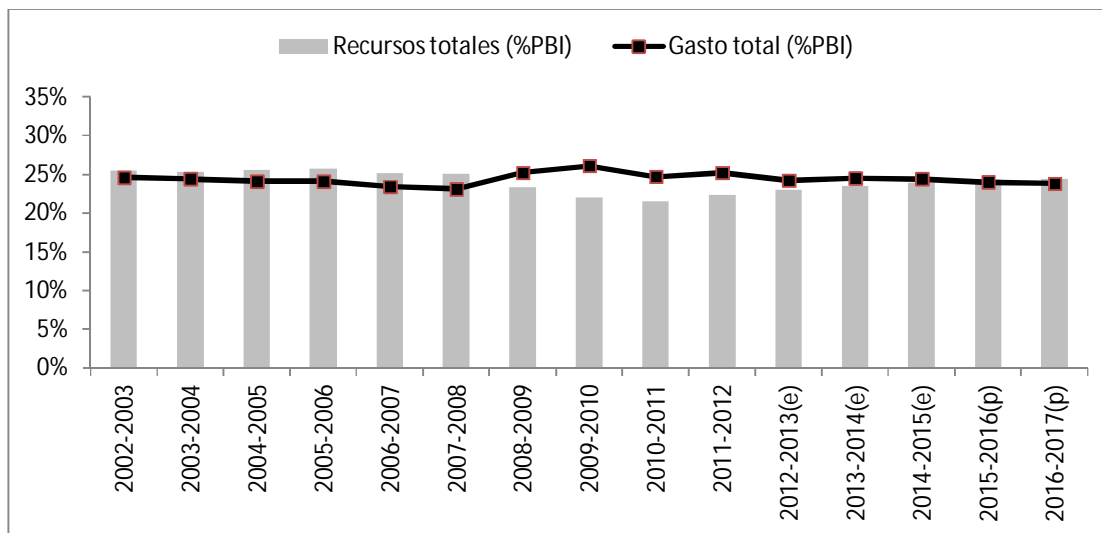
Desde 2008-2009 el gobierno presenta déficits fiscales provocados por una caída de la recaudación producto de la crisis financiera internacional y un aumento del gasto público debido a una política fiscal contra cíclica. A partir del año financiero 2009-2010 estos déficits se vienen reduciendo gradualmente con una consolidación del 0,5% anual (como porcentaje del PBI) para llegar a tener un pequeño superávit en 2015-2016. Este retorno al superávit se hace de forma gradual y no abrupta con el objetivo de no afectar el crecimiento ni el empleo a través de drásticos recortes del gasto. Además, un poco más a largo plazo se espera que para 2021-2022 la deuda externa neta llegue a ser cero.

GRÁFICO 3: RESULTADO FINANCIERO (%PBI). AUSTRALIA



Fuente: www.budget.gov.au.

GRÁFICO 4: RECURSOS Y GASTOS TOTALES (%PBI). AUSTRALIA



Fuente: www.budget.gov.au.

La base para poder realizar estos presupuestos a mediano plazo es la transparencia y la confianza que se ha ganado el gobierno australiano con los años a través del cumplimiento de los presupuestos anteriores, ya que si no hubieran cumplido con lo proyectado, seguramente nadie creería en que lo van a hacer en un futuro. Por lo tanto, se espera que lo proyectado se lleve a cabo.

El gobierno australiano tiene un margen para aumentar sus ingresos fiscales a un ritmo mayor que sus gastos y así obtener los superávits mencionados. Esto se debe a que los primeros cayeron a causa de la desaceleración de la economía causada por la crisis, y se espera una recuperación de los recursos fiscales al ritmo de la recuperación de la economía. Entonces, si los gastos crecen a una tasa menor, la situación deficitaria se irá revirtiendo y convirtiéndose en superavitaria.

El déficit sólo puede ser financiado con deuda, ya que no es tomada en cuenta la otra opción (emisión monetaria) debido a la independencia del Banco de la Reserva con respecto al gobierno. Por eso, en el periodo post crisis se observa un aumento en la deuda pública externa ya que fue la manera en que se financiaron los déficits fiscales de los años que siguieron a la crisis financiera.

Por lo tanto, dado que la deuda externa pública no es muy alta y que las proyecciones de superávits fiscales, que son creíbles y serán utilizados para pagar dicha deuda, nadie pone en duda la solvencia del estado australiano.

4- CONCLUSIONES

Si bien ambos países muestran déficits fiscales desde hace algunos años, las causas de los mismos son diferentes y la tendencia a futuro también lo es por lo que podemos concluir que:

- ✓ La causa principal de los déficits argentinos fue el gran aumento del gasto público desde el año 2004 y la creciente participación del sector público en la economía. a pesar de que los ingresos tributarios también crecieron aceleradamente (ya que fueron en constante aumento como porcentaje del PBI), lo hicieron a un ritmo mucho menor que los gastos. En cambio, en Australia, los déficits fueron debidos a una caída de los ingresos fiscales debido a la crisis internacional, acompañados de una política fiscal anticíclica en la que se aumento el gasto público para evitar la recesión.
- ✓ En Argentina se espera que no se revierta esta situación dado que el gasto público es muy inflexible a la baja y los impuestos difícilmente puedan aumentar más debido a la alta presión tributaria y a las perspectivas de bajo crecimiento. Por el otro lado, en Australia, los presupuestos proyectan un incremento moderado del gasto público y unos ingresos creciendo a una mayor tasa durante los próximos años, esto será posible debido a que los impuestos aumentarán a mayor ritmo debido al mayor crecimiento esperado en el producto de este país.
- ✓ El financiamiento de estos déficits en Argentina es vía emisión monetaria, ya que tiene muy poco acceso a los mercados financieros, con las consecuencias inflacionarias que esto tiene. En Australia, se financian con deuda externa que no se pagará con reservas internacionales, sino que se hará con los superávits de años posteriores.
- ✓ La credibilidad es un factor importante de que Australia pueda hacer presupuestos a largo plazo y de esta manera los agentes económicos sepan y confíen en que la situación deficitaria se revertirá y la deuda externa pública se pagará.

CAPÍTULO III: SECTOR MONETARIO

1- INTRODUCCIÓN

En el presente capítulo se analizará el sector monetario, haciendo énfasis en las causas de la expansión de la base monetaria y la relación de la misma con la inflación. También se analizará, para cada país: la demanda de moneda nacional y moneda extranjera; la relación existente entre el régimen cambiario y la oferta de dinero; los efectos de la financiación del déficit fiscal con emisión monetaria; y el impacto de la inflación sobre la cuenta corriente.

Para comenzar haremos un breve resumen de algunos aspectos teóricos relevantes de la teoría de la política monetaria desde los economistas clásicos hasta los enfoques más modernos.

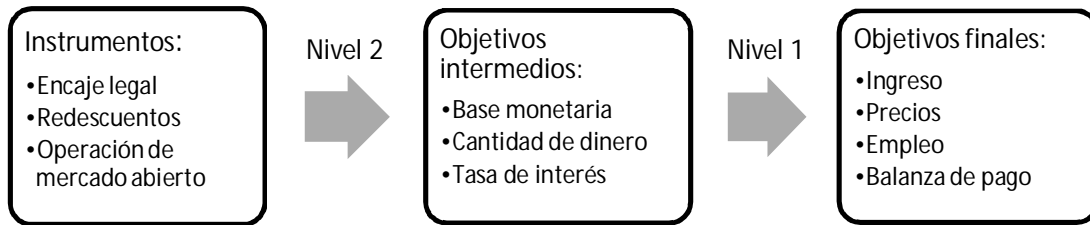
ASPECTOS TEÓRICOS RELEVANTES (LARA de RICCI, M-I. & TRAPE, A. 2005)

La política monetaria tiene una característica: la relación entre los instrumentos y objetivos no es tan clara. Existen desacuerdos entre los economistas respecto de la capacidad de la política monetaria para afectar a las variables objetivos principales. Esto se debe a dos motivos:

- En la relación entre instrumentos y objetivos intervienen numerosos elementos y agentes económicos.
- Entre la decisión de política monetaria y los efectos finales hay un lapso de tiempo prolongado.

En el proceso de la política monetaria se descompone en dos partes: el nivel dos relaciona los instrumentos, en su concepción tradicional, con los objetivos intermedios, es decir, aquellas variables objetivo que, sin ser objetivos finales de política económica, funcionan como etapas intermedias para acceder a estos; y el nivel 1, que relaciona a los objetivos intermedios con los objetivos finales tales como el ingreso, los precios, etc.

DIAGRAMA 1: NIVELES DE LA POLÍTICA MONETARIA



La definición acerca de cuáles pueden (o deben) ser objetivos de política monetaria, es uno de los tópicos macroeconómicos más debatidos a lo largo del tiempo. La cuestión de fondo se asocia con la posibilidad, o no, de influir con variables nominales, como la oferta de dinero, sobre variables reales, como el empleo o el nivel de ingreso real. La propuesta teórica más difundida y la evidencia empírica sugieren que el mayor impacto sobre las variables reales se da a corto plazo mientras que en el mediano y largo plazo éste tiende a trasladarse a variables nominales.

Para los economistas clásicos, tanto el nivel de producto real como la velocidad de circulación del dinero son constantes. Entonces, utilizando la teoría cuantitativa del dinero, resulta que el nivel de precios es proporcional a la cantidad de dinero. En este esquema el dinero es un velo, que no afecta las decisiones en el plano real. Por este motivo la política monetaria no puede plantearse objetivos de índole real.

Este enfoque se vio cuestionado con la aparición del esquema keynesiano que critica dos aspectos básicos: el primero es que el nivel de producto no es constante en el nivel de pleno empleo, sino que depende de las condiciones de demanda agregada del sistema (confirmado empíricamente por el cuadro recesivo de los `30); y el segundo aspecto es que, según los keynesianos, los aumentos de la capacidad productiva dependen en forma inversa de la tasa de interés, la cual puede llegar a verse influida por la política monetaria.

El mecanismo básico que aparece en el esquema keynesiano es el vínculo entre el grado de liquidez y la tasa de interés, insistiéndose en que la política monetaria debe mantener “baja” la tasa de interés para permitir el crecimiento y el aumento del empleo. El alto grado de capacidad ociosa hacía que no se temiera por efectos inflacionarios.

Sin embargo, las presiones inflacionarias de la década del `70, llevaron a que los economistas monetaristas llamaran la atención sobre la dificultad de controlar la tasa de interés nominal mediante la política monetaria, dado el impacto colateral de la política monetaria expansiva sobre los precios. La idea es que, insistir en disminuir la tasa de interés mediante expansiones monetarias

genera un descontrol de la cantidad de dinero y de los precios que provoca sucesivos aumentos de las variables nominales, incluida la tasa de interés, cayéndose en un círculo vicioso donde no puede controlarse la tasa de interés real mediante un instrumento nominal como cantidad de dinero.

Por último, los “nuevos clásicos” sostienen que el sector privado puede anticipar las políticas públicas y reaccionar ante ellas, en base a información que dispone.

Los enfoques modernos en general enfatizan la importancia de la política monetaria para alcanzar el objetivo de estabilidad de precios, alejándola de la responsabilidad de otros objetivos macroeconómicos. Esta postura ha ido alcanzando un grado de consenso cada vez mayor, a medida que se comprenden los efectos negativos sobre el bienestar de los fenómenos inflacionarios y que resulta cada vez más claro que la inflación es, a largo plazo, un fenómeno esencialmente monetario.

2- ARGENTINA

Luego de la salida de la convertibilidad, en Argentina se recuperó la autonomía de la política monetaria. Es decir, existe la posibilidad de emitir dinero sin el respaldo de reservas internacionales en el Banco Central. Por lo que, la relación entre la base monetaria y el nivel de reservas del Banco Central no será fija y, como veremos, toma un rol muy importante en el sector externo cuando esta comienza a diferir significativamente del tipo de cambio nominal.

Además, aunque el Banco Central de la República Argentina es en teoría independiente del Poder Ejecutivo, claramente, en la práctica esto no es así. Esto quedó evidenciado en 2010 con la expulsión por decreto del ex presidente de la institución, Martín Redrado; con la modificación de la carta orgánica en 2012, que le da al Banco más libertades; y con la monetización del déficit fiscal de los últimos años.

El análisis del sector monetario lo dividiremos en dos periodos: el primer periodo irá desde el año 2005 hasta el 2009, mientras que el segundo desde 2010 hasta agosto de 2013. La justificación para esta división es que, durante el primer periodo, el sector público era un factor contractivo para la base monetaria debido a la obtención de superávits fiscales, mientras que en 2010, este comienza a ser un factor expansivo para la misma y, año tras año, cada vez mayor.

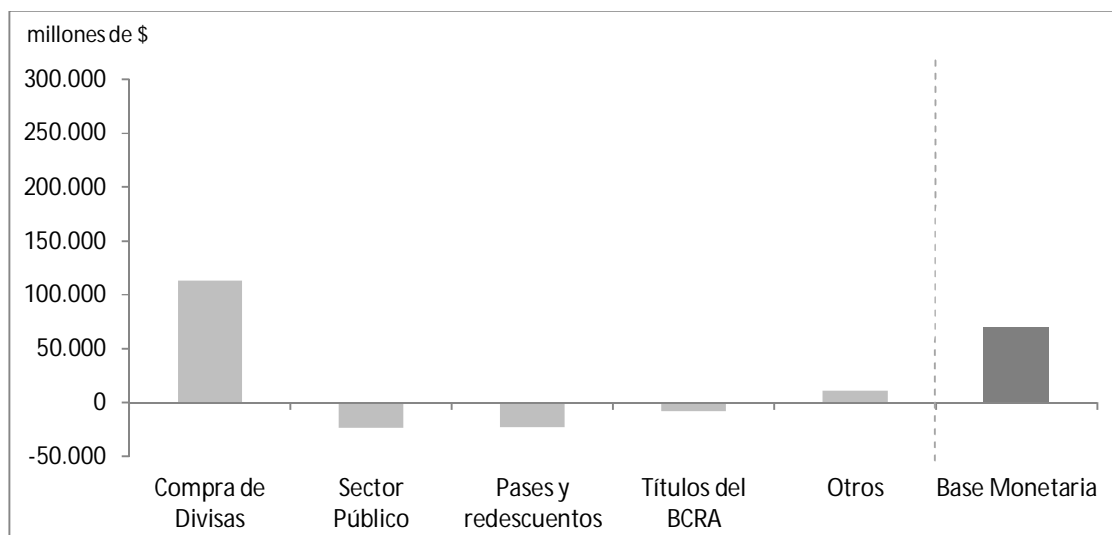
A- PERIODO 2005-2009

La base monetaria creció, durante este periodo, principalmente a que en el mercado único y libre de cambios había un gran sobrante de dólares que eran comprados por el Banco Central (con pesos emitidos). Este sobrante se debía, casi exclusivamente, a una cuenta corriente

significativamente positiva gracias a que, con la devaluación de finales del año 2002, la moneda se depreció significativamente en términos reales, encareciendo los bienes del exterior relativamente, favoreciendo las exportaciones del país y encareciendo las importaciones (este efecto se fue reduciendo con los años debido a la inflación combinada con un tipo de cambio nominal estancado, pero durante todo este periodo igualmente la cuenta corriente fue positiva). El sector público, en este periodo, tuvo superávit fiscal en casi todos los años, por lo que, el efecto sobre la base monetaria fue ligeramente contractivo. La base monetaria aumento 148% en los cinco años que van desde enero de 2005 hasta diciembre de 2009, es decir a una tasa de 20% anual.

En el siguiente gráfico observamos los factores explicativos de ese cambio en la base monetaria para todo el periodo:

GRÁFICO 5: BASE MONETARIA Y FACTORES DE EXPLICACIÓN. ARGENTINA 2005-2009



Fuente: BCRA.

En el gráfico se ve claramente que, en este lapso de tiempo, el aumento de la cantidad de dinero en circulación se debió exclusivamente a la compra de parte del Banco Central del sobrante de dólares que había en el MULC a causa del gran superávit de cuenta corriente. Hay que tener en cuenta el factor levemente contractivo que jugó el sector público durante todos estos años; esto se puede atribuir a que en todos los años hubo superávit fiscal financiero (con excepción del 2009 que presenta un déficit insignificante, causando un efecto casi nulo sobre la base monetaria).

TABLA 2: BASE MONETARIA Y FACTORES DE EXPLICACIÓN. ARGENTINA 2005-2009

En millones de pesos						
	Compra de Divisas	Sector Público	Pases y Red.	Títulos del BCRA	Otros	Base Monetaria
2005	28.227	-4.991	-11.268	-10.031	296	2.233
2006	43.006	-5.354	-2.446	-9.748	-102	25.356
2007	32.321	-5.305	-4.383	-4.977	1.256	18.912
2008	-3.075	-8.250	-5.539	19.193	8.140	10.470
2009	12.638	204	791	-2.413	1.680	12.901
2005-2009	113.117	-23.696	-22.844	-7.975	11.271	69.873

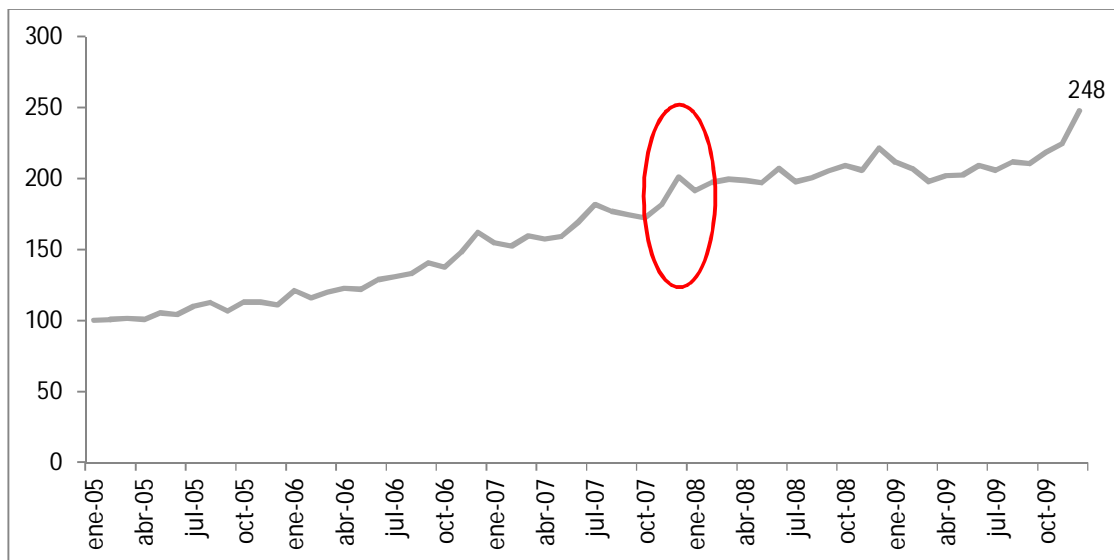
Fuente: BCRA

Como ya se mencionó anteriormente, este sobrante de dólares absorbido por el Banco Central se debió a una cuenta corriente muy positiva gracias a una moneda muy depreciada en términos reales, sobre todo en los primeros años del periodo. Además, en los años 2005 y 2007, la Cuenta Capital también fue positiva, aumentando la cantidad de dólares comprados por el Banco Central y, por lo tanto, la emisión monetaria.

2008 fue un año particular debido a la crisis de las hipotecas subprime en los Estados Unidos que hizo que los capitales de todo el mundo fluyeran hacia ese país, por lo tanto, la gente demandó muchos dólares y esto explica el resultado ligeramente contractivo de la compra de dólares sobre la base monetaria. Si sumamos este efecto al del sector público, el resultado hubiera sido una disminución neta en la cantidad de dinero. Pero debido a que el Banco Central rescató gran cantidad de títulos, la emisión de dinero neta fue positiva pero muy inferior a la de los años anteriores y siguientes.

Ya hacia el final del periodo en análisis, en el año 2009, las cosas comenzaron a cambiar: por primera vez desde el año 2002, el resultado fiscal financiero fue negativo (aunque muy cercano a cero), por lo tanto, el sector público comenzaría a ser un factor expansivo de la base monetaria. Por segundo año consecutivo, la emisión monetaria iba a ser relativamente pequeña (10% y 12% en 2008 y 2009, respetivamente) debido a que el sector externo no proveía tanto excedente de dólares y el Banco Central no tuvo que emitir grandes cantidades de dinero para comprar ese excedente. Cabe aclarar que en los últimos tres meses de 2009 la emisión parecía acelerarse.

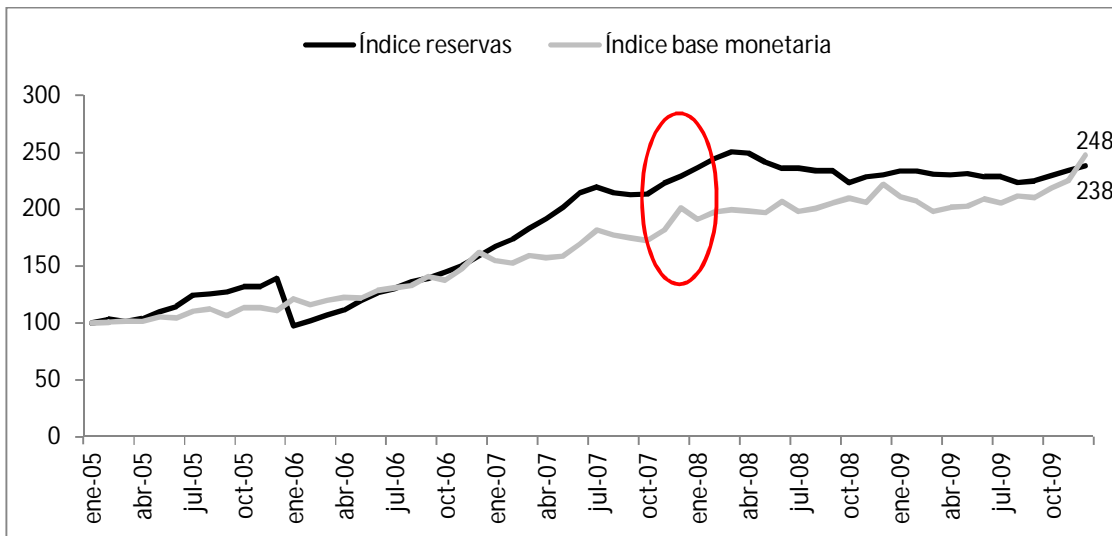
GRÁFICO 6: ÍNDICE DE BASE MONETARIA. BASE 100 = ENERO DE 2005. ARGENTINA 2005-2009



Fuente: BCRA.

Al ser un tipo de cambio administrado, en el que la principal causa de emisión monetaria fue las compras de divisas por parte de la autoridad monetaria, las reservas internacionales del Banco Central deberían guardar algún tipo de relación (aunque no exacta), con la base monetaria. Es decir, si aumentan las reservas porque el Banco Central intervino en el mercado comprándolas, aumentará la cantidad de dinero debido a la emisión necesaria para obtener estas divisas. Obviamente, esta relación luego puede variar con los pasajes y redescuentos, el financiamiento del sector público y los títulos del Banco Central, pero como estos factores fueron pocos significativos en el periodo, la relación mencionada se cumple con bastante exactitud.

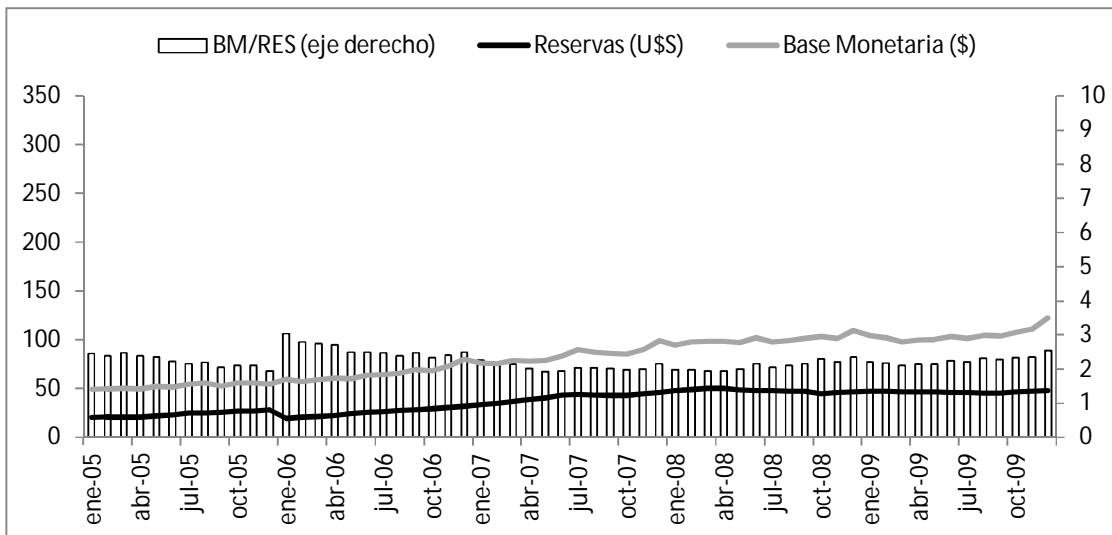
GRÁFICO 7: ÍNDICE DE BASE MONETARIA Y RESERVAS. BASE 100 = ENERO DE 2005. ARGENTINA 2005-2009



Fuente: BCRA.

Como consecuencia de esto, el cociente entre la base monetaria y las reservas se mantiene estable durante los cinco años en valores cercanos a dos (el salto en enero de 2006 se explica por el pago al FMI con el uso de reservas). Esto se puede apreciar en el siguiente gráfico.

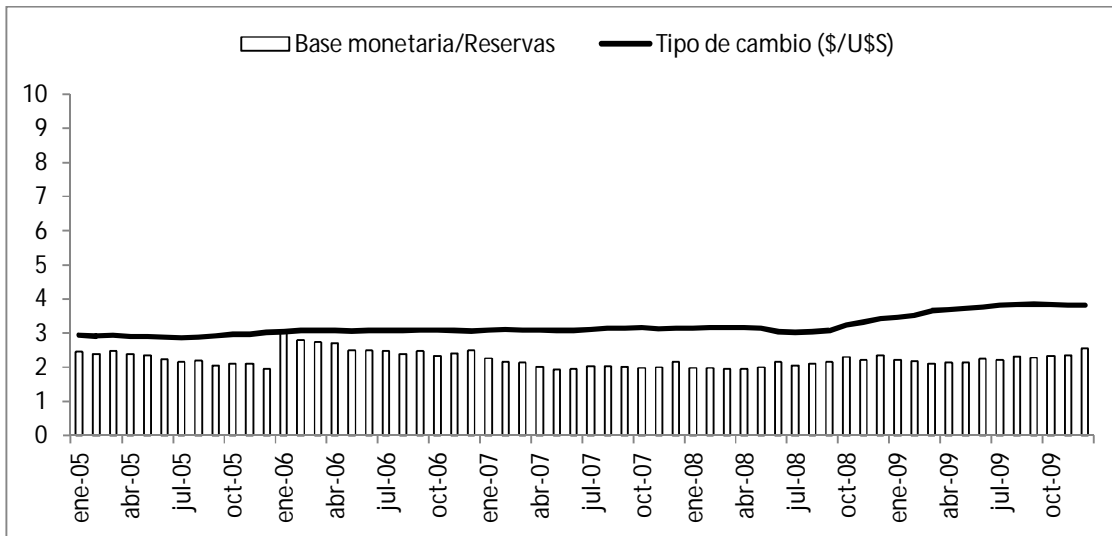
GRÁFICO 8: BASE MONETARIA Y RESERVAS (MILES DE MILLONES). ARGENTINA 2005-2009



Fuente: BCRA.

También se observa una estabilidad en el tipo de cambio en valores muy cercanos a tres. En el periodo post crisis, la moneda se deprecia nominalmente debido al aumento de la demanda de dólares por las razones explicadas anteriormente.

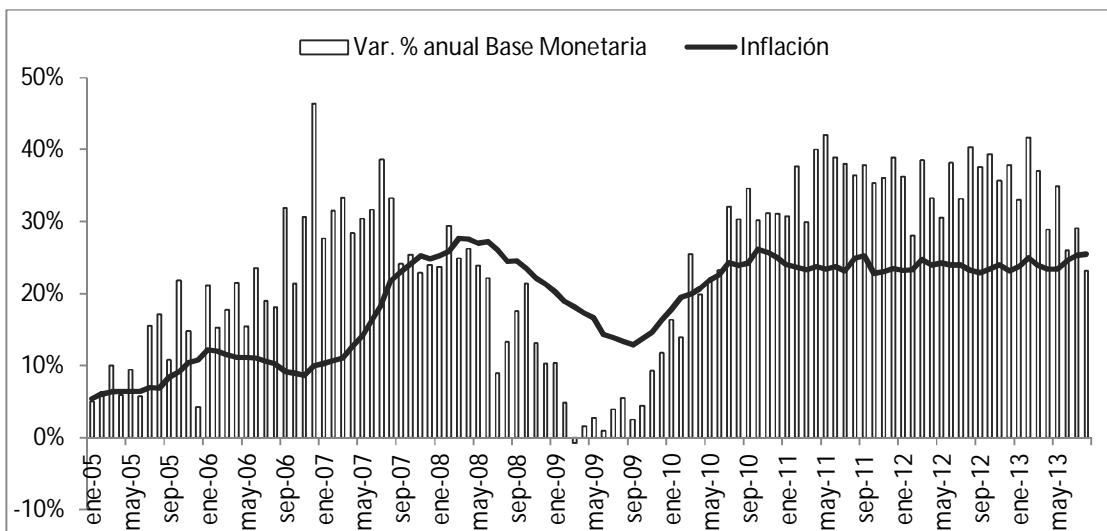
GRÁFICO 9: COCIENTE BASE MONETARIA/RESERVAS Y TIPO DE CAMBIO. ARGENTINA 2005-2009



Fuente: BCRA.

Como vimos, está cada vez más claro que la inflación, a largo plazo, es un fenómeno monetario. Se observa que al aumentar la emisión monetaria, esto se traduce en aumentos de la inflación pero con un cierto rezago, lo mismo ocurre cuando la emisión disminuye.

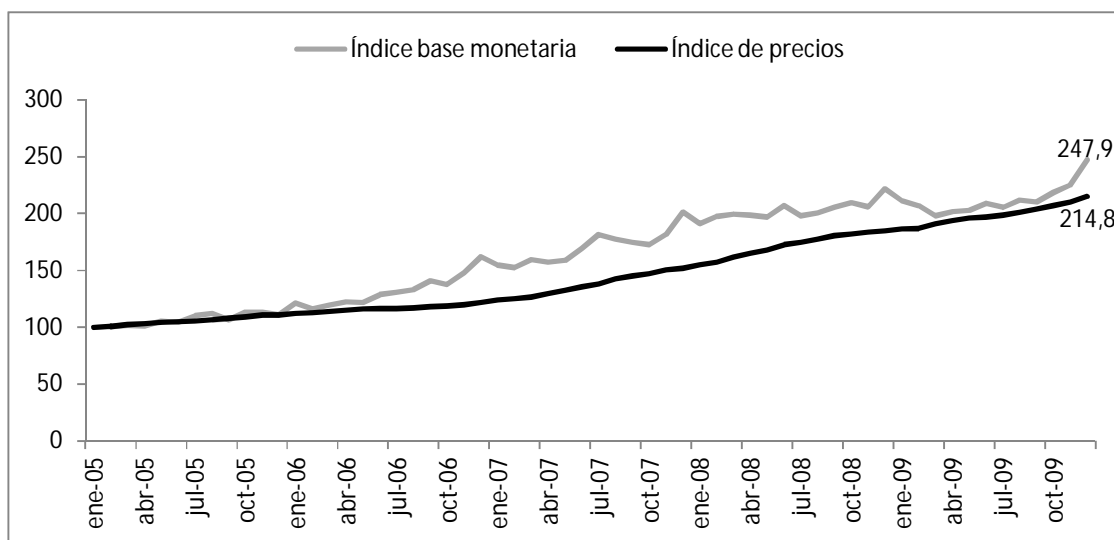
GRÁFICO 10: CAMBIO INTERANUAL BASE MONETARIA E INFLACIÓN. ARGENTINA 2005-2009



Fuente: BCRA, INDEC y Dirección de estadísticas de San Luis.

De hecho, si realizamos un Índice de base monetaria y uno de precios con base 100 en el inicio del periodo, vemos que, cuando este finaliza ambos han crecido en una proporción similar (aunque la base monetaria lo ha hecho en mayor magnitud)², por lo que podemos observar una relación muy estrecha entre base monetaria e inflación pero como ya se dijo, dicha relación tiene un cierto rezago dado que el efecto que una variable causa sobre la otra tarda en llegar.

GRÁFICO 11: ÍNDICE DE BASE MONETARIA E INFLACIÓN. BASE 100 = ENERO DE 2005. ARGENTINA 2005-2009

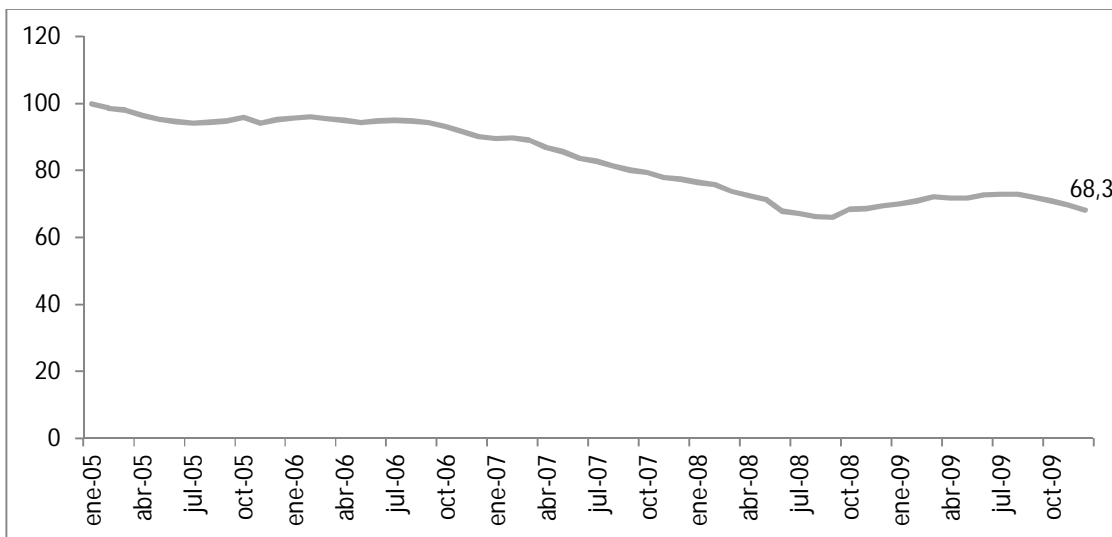


Fuente: BCRA, INDEC y Dirección de estadísticas de San Luis.

Obviamente, con un tipo de cambio casi fijo y una inflación alta, la moneda en estos cinco años se apreció considerablemente en términos reales. Pero durante este periodo, la apreciación no causó efectos negativos sobre la cuenta corriente que era muy superavitaria (ver capítulo balance de pagos).

² Esto lo podemos explicar con el uso de la teoría cuantitativa del dinero: si el producto ha aumentado, el nivel de precios no crecerá en la misma proporción que la cantidad de dinero, sino que lo hará en una proporción menor. Y dado que el PBI aumentó durante todos los años del periodo en análisis, esto explica que el índice de precios vaya un poco por debajo del de base monetaria.

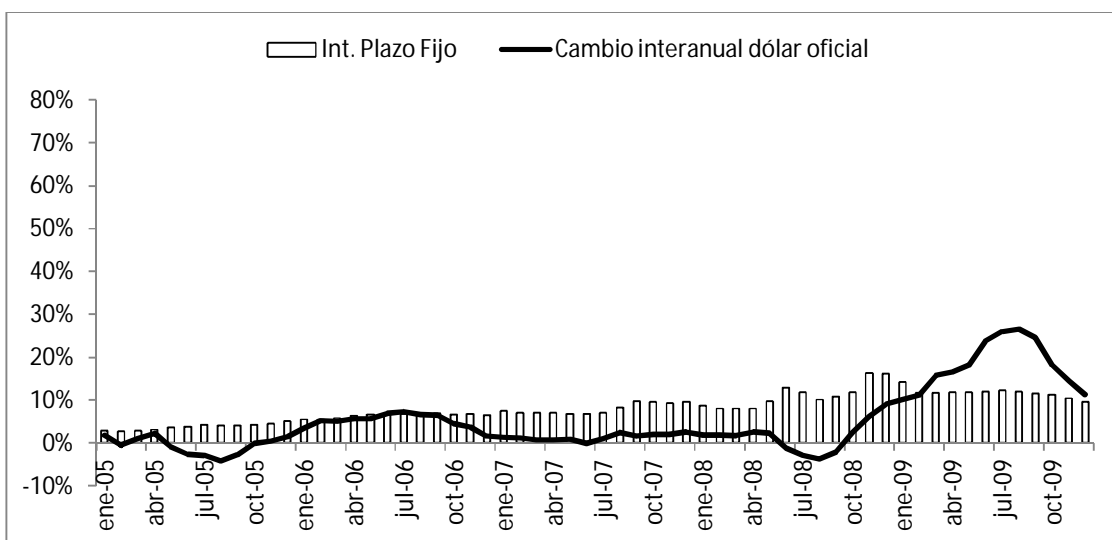
GRÁFICO 12: ÍNDICE TIPO DE CAMBIO REAL (BASE 100=ENE-2005). ARGENTINA 2005-2009



Fuente: INDEC, Dirección de Estadísticas de San Luis y BCRA y Bureau of Labor Statistics.

Al comienzo de este periodo, las tasas de interés de los plazos fijos superaban ampliamente a la depreciación nominal, por lo que la demanda de divisas para ahorro no era importante. En 2009 los rendimientos sí fueron altos pero fue debido al aumento de la demanda de dólares por la crisis mundial.

GRÁFICO 13: INTERÉS DE PLAZO FIJO Y TASA DE DEPRECIACIÓN ANUAL. ARGENTINA 2005-2009



Fuente: BCRA.

Por lo tanto, el periodo que comienza en el año 2005 y finaliza en 2009 lo podemos caracterizar como una etapa en la que: se tenían grandes superávits de cuenta corriente; la cuenta capital en algunos años fue negativa y en otros, positiva; el Banco Central intervino comprando el sobrante de dólares para evitar una apreciación nominal de la moneda; por este motivo, el tipo de cambio se mantuvo casi fijo, las reservas internacionales aumentaron y también lo hizo la base monetaria aunque el cociente entre estas dos variables fue muy estable; el sector público fue superavitario, por lo tanto, fue un factor contractivo de la base monetaria aunque en una pequeña magnitud; la base monetaria aumentó considerablemente, haciendo que también lo hagan los precios en una proporción parecida, aunque menor.

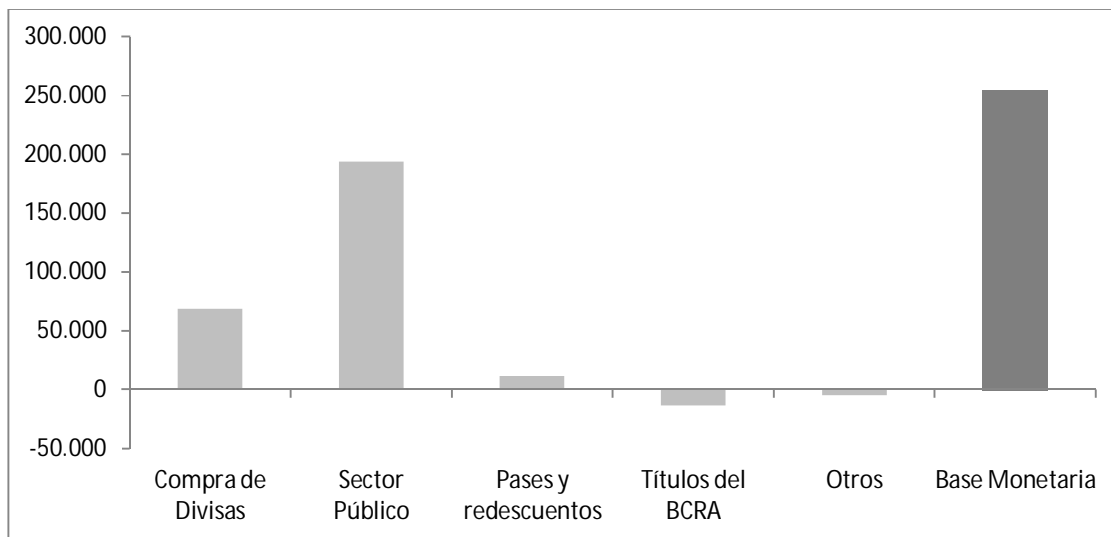
B- PERIODO 2010-2013

En 2010 la situación en el mercado monetario comenzaba a cambiar: el crecimiento de la base monetaria comenzaba a aumentar progresivamente, esto se debió casi exclusivamente a la monetización del déficit fiscal, que todos los años fue aumentando hasta llegar al 2013, año en que el aumento de la base monetaria para financiar el gasto público fue muy grande.

Al principio del periodo, el Banco Central siguió comprando el sobrante de dólares, pero ya en el año 2013 no sólo que no compró dólares, sino que tuvo que vender grandes cantidades de reservas con el objetivo de que la moneda no se depreciara en grandes magnitudes contra el dólar. El tipo de cambio no continuó constante como en el periodo anterior, sino que comenzó a aumentar a pequeñas tasas que se fueron acelerando en 2013. Dada la alta inflación, la moneda siguió apreciándose en términos reales y la cuenta corriente comenzaba a deteriorarse, revirtiéndose el signo de la misma. La base monetaria aumentó 265% en los tres años y 8 meses del periodo. Si la anualizamos, esta tasa de crecimiento es de 30,5% muy por encima del 20% del periodo anterior.

En el siguiente gráfico observamos los factores explicativos de ese cambio en la base monetaria:

GRÁFICO 14: BASE MONETARIA Y FACTORES DE EXPLICACIÓN. ARGENTINA 2010-2013



Fuente: BCRA.

En la tabla 2 podemos ver desagregados, año por año, los datos expuestos en el gráfico anterior:

TABLA 3: BASE MONETARIA Y FACTORES DE EXPLICACIÓN. ARGENTINA 2010-2013

En millones de pesos						
	Compra de Divisas	Sector Público	Pases y Red.	Títulos del BCRA	Otros	Base Monetaria
2010	46.285	19.478	-5.306	-20.268	-2.131	38.058
2011	13.315	32.575	3.822	14.977	-2.175	62.514
2012	41.086	47.495	715	-3.320	-1.546	84.430
2013	-32.331	94.082	11.718	-4.541	918	69.845
2010-2013	68.356	193.629	10.948	-13.152	-4.935	254.846

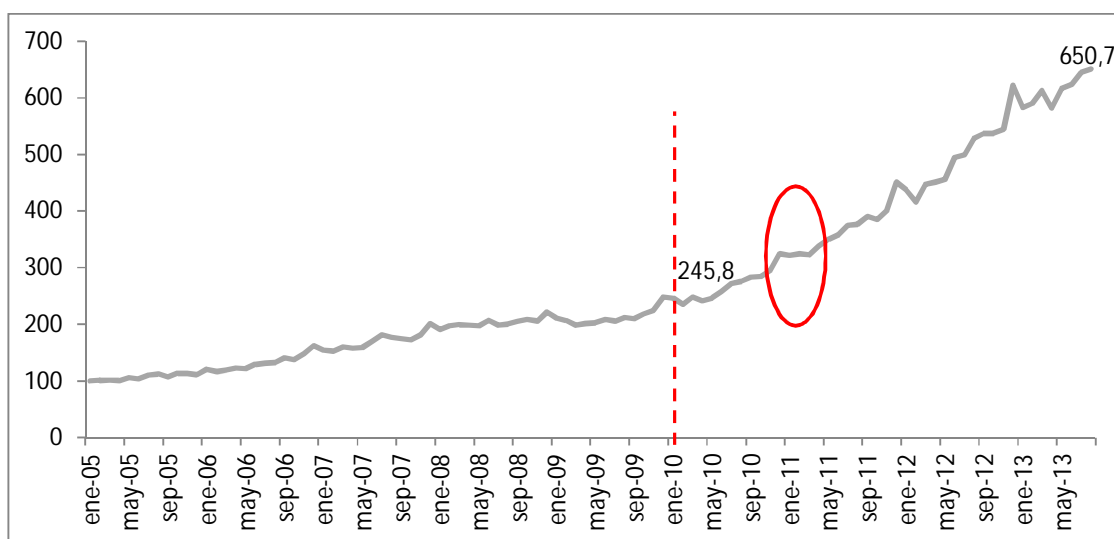
Fuente: BCRA.

La primera diferencia con primer periodo es que la compra de divisas pierde importancia como factor de expansión. Esto, en gran parte, se debe a que en el año 2013, el Banco Central no sólo dejó de comprar dólares, sino que también empezó a venderlos en grandes magnitudes para evitar la depreciación nominal de la moneda. La causa de esto fue que, ya en 2011, la suma de la cuenta corriente más a cuenta capital comenzaba a ser negativa y sería así en los dos años siguientes. Por lo tanto, el sobrante de dólares que había en el periodo 2005-2009 ya no existía más, sino que existía un faltante de dólares, y el Banco Central fue el proveedor de los mismos.

Mientras que, por otro lado, la financiación del déficit fiscal se vuelve muy importante a partir del año 2010, aumentando cada año hasta el 2013 donde se vuelve realmente importante. Este factor, que en el primer periodo era contractivo para la base monetaria debido a los superávits del gobierno, ahora se volvía expansivo a causa de los déficits fiscales monetizados.

A fines de simplificar la comparación entre los dos periodos, todos los gráficos que se incluirán en este apartado a partir de ahora corresponderán al periodo completo (2005-2010) con una línea divisoria que mostrará el comienzo del segundo (2010-2013).

GRÁFICO 15: ÍNDICE DE BASE MONETARIA. BASE 100 = ENERO DE 2005. ARGENTINA 2005-2013

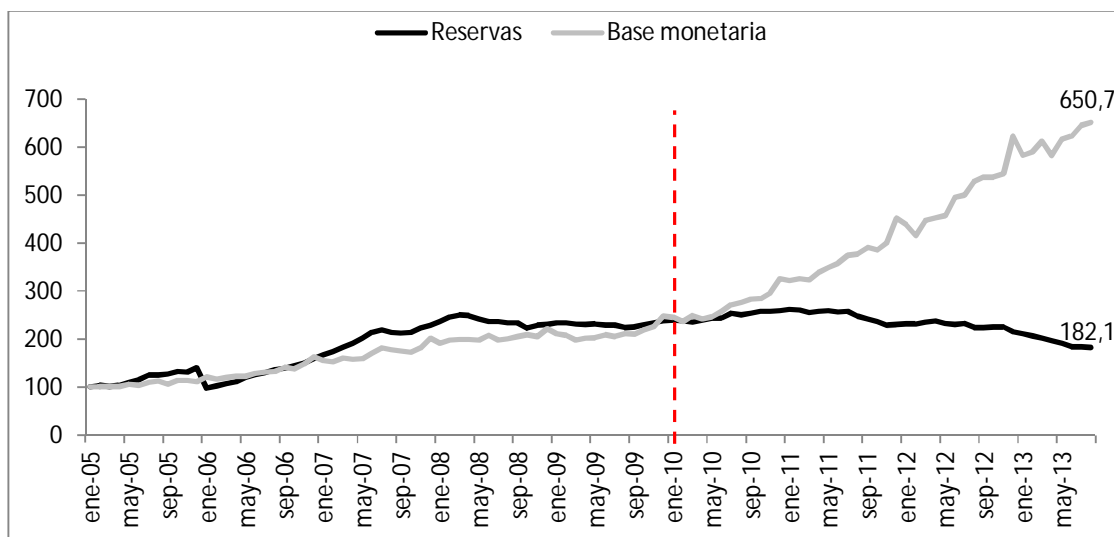


Fuente: BCRA.

El verdadero cambio en la tasas de crecimiento del dinero es a comienzos del año 2011, ya que durante 2010 la tasa es relativamente similar a la del periodo anterior.

Ahora que el principal componente del cambio en la cantidad de dinero no es más las compras de moneda extranjera por parte de la autoridad monetaria, se pierde esta estrecha relación directa que existía entre la base monetaria y las reservas: la primera continúa aumentando a un ritmo galopante, mientras que las segundas comienzan a caer a mediados de 2011.

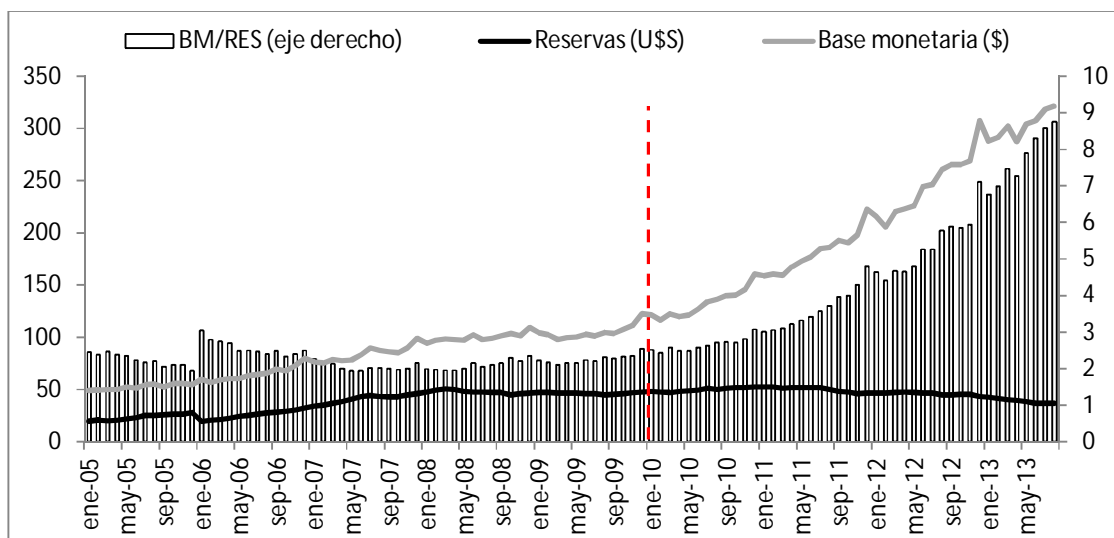
GRÁFICO 16: ÍNDICE DE BASE MONETARIA Y RESERVAS. BASE 100 = ENERO DE 2005. ARGENTINA 2005-2013



Fuente: BCRA.

A causa de esta divergencia, el cociente entre base monetaria y reservas empieza a aumentar a gran ritmo, a diferencia de todo el periodo anterior en el que se mantuvo estable.

GRÁFICO 17: BASE MONETARIA Y RESERVAS (MILES DE MILLONES). ARGENTINA 2005-2013

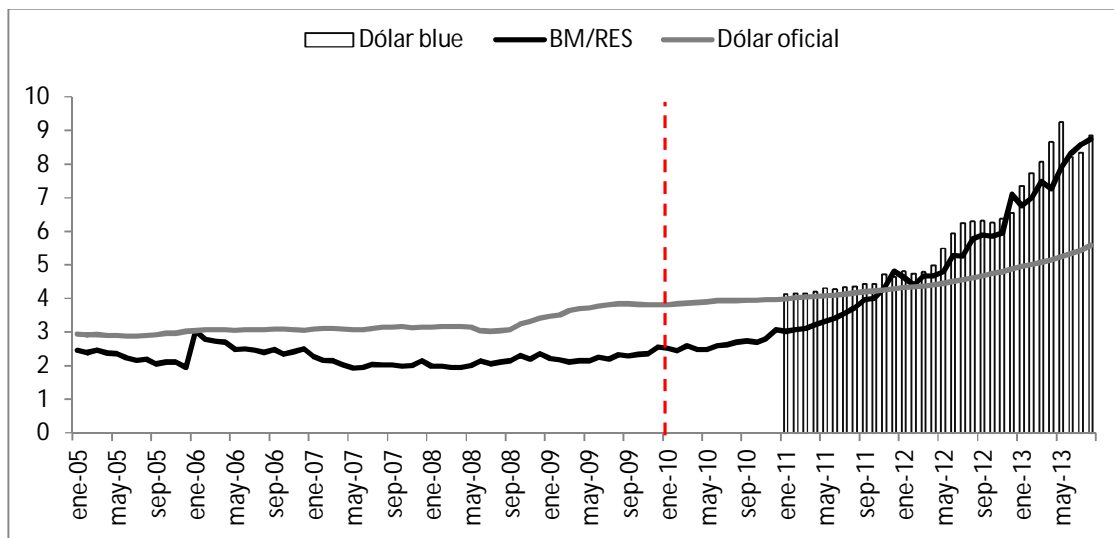


Fuente: BCRA.

A principios de 2011 (primer año en que la suma de cuenta corriente más cuenta capital es negativa), el cociente base monetaria reservas comienza a crecer y empiezan las primeras presiones

para un aumento en el tipo de cambio. Pero, dado que el Banco Central decide intervenir para que no se deprecie la moneda, el tipo de cambio comienza a aumentar gradualmente pero a tasas insignificantes comparadas con el cociente mencionado. En octubre de 2011, luego de las elecciones legislativas, se comienza con el cepo cambiario (ver capítulo de Balance de Pagos). Esto provoca la aparición de un mercado paralelo "ilegal", en el que se tranzan grandes cantidades de divisas porque se limita el acceso al mercado legal de cambios. Pareciera que el tipo de cambio paralelo refleja mejor el tipo de cambio de equilibrio y se ubica en valores muy cercanos al cociente base monetaria/reservas.

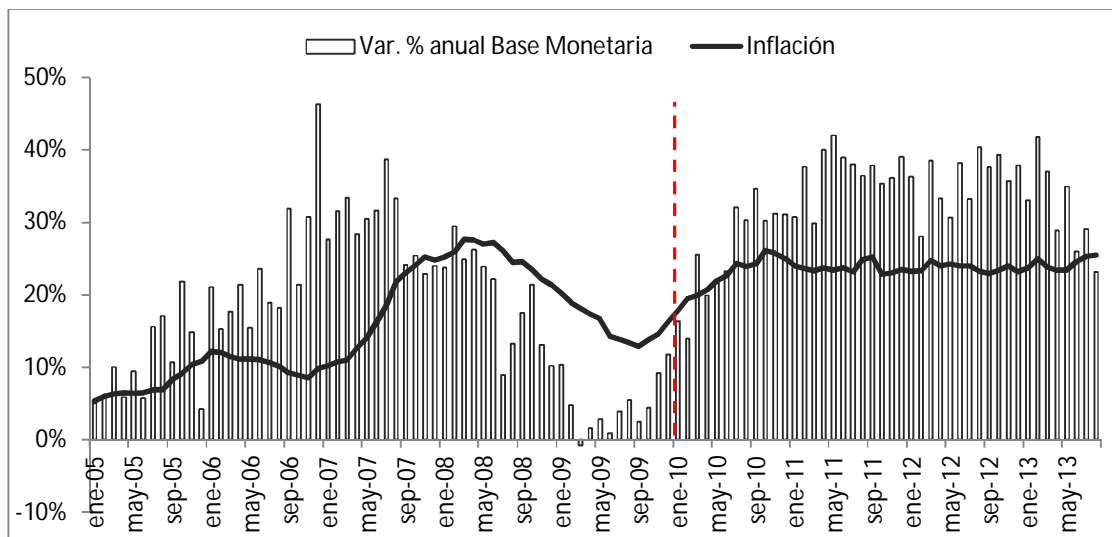
GRÁFICO 18: COCIENTE BASE MONETARIA/RESERVAS Y TIPO DE CAMBIO. ARGENTINA 2005-2013



Fuente: BCRA y *Ámbito Financiero*.

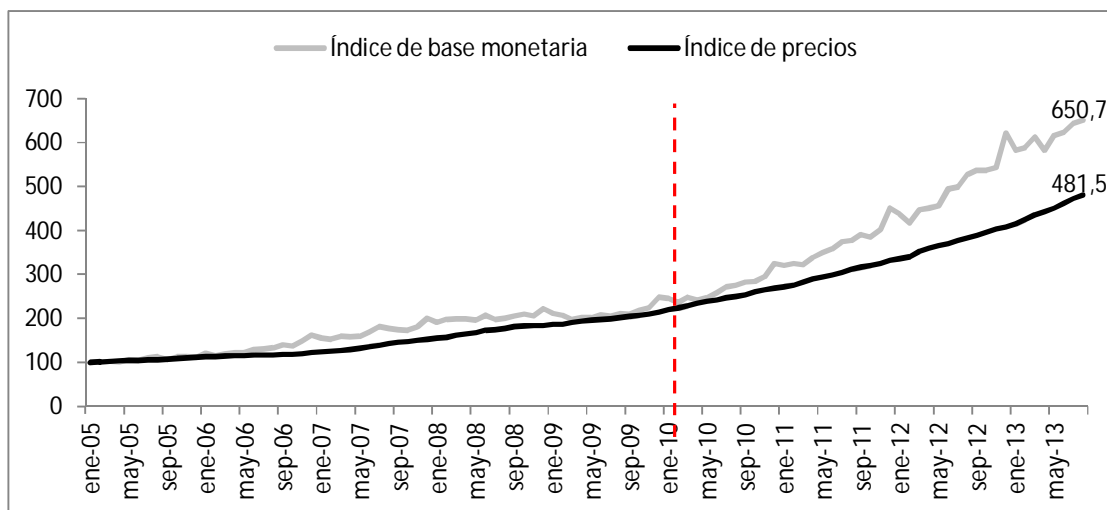
La base monetaria comenzó a expandirse, por las razones ya expuestas, a grandes tasas (cerca al 40% en gran parte del periodo) mientras que la inflación se mantuvo alrededor del 25%.

GRÁFICO 19: CAMBIO INTERANUAL BASE MONETARIA E INFLACIÓN. ARGENTINA 2005-2013



Fuente: BCRA, INDEC y Dirección de estadísticas de San Luis.

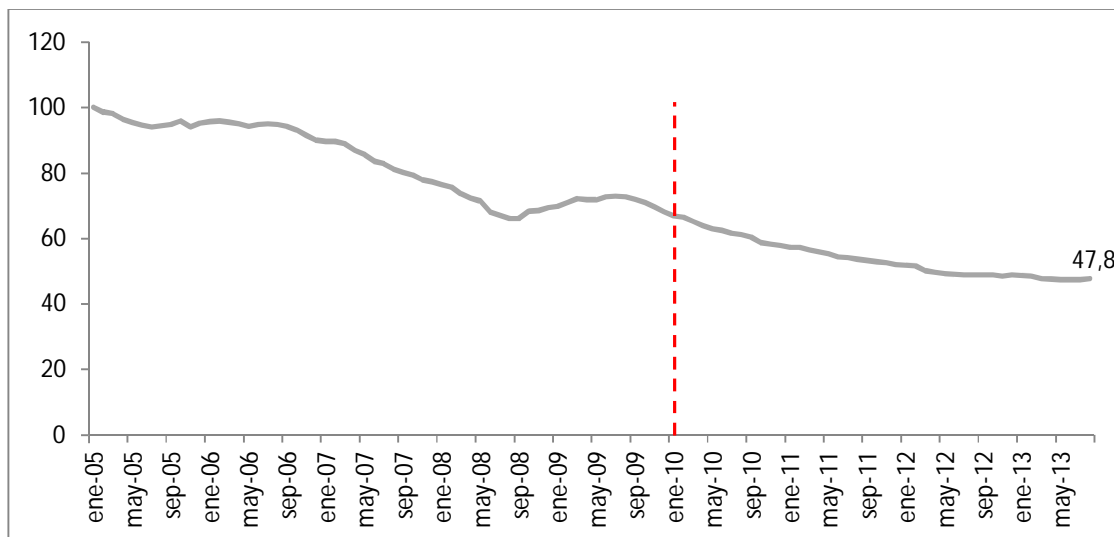
GRÁFICO 20: ÍNDICE DE BASE MONETARIA E INFLACIÓN. BASE 100 = ENERO DE 2005. ARGENTINA 2005-2013



Fuente: BCRA, INDEC y Dirección de estadísticas de San Luis.

La moneda que, en términos reales, se había depreciado desde mediados de 2008 hasta mediados de 2009 (aunque muy poco), continuó con su tendencia a la apreciación, ya que la inflación superaba ampliamente al aumento nominal del tipo de cambio nominal. Esto hizo que, en el año 2013, la cuenta corriente se volviera deficitaria en una magnitud significativa debido a la gran pérdida de competitividad acumulada desde la salida de la convertibilidad.

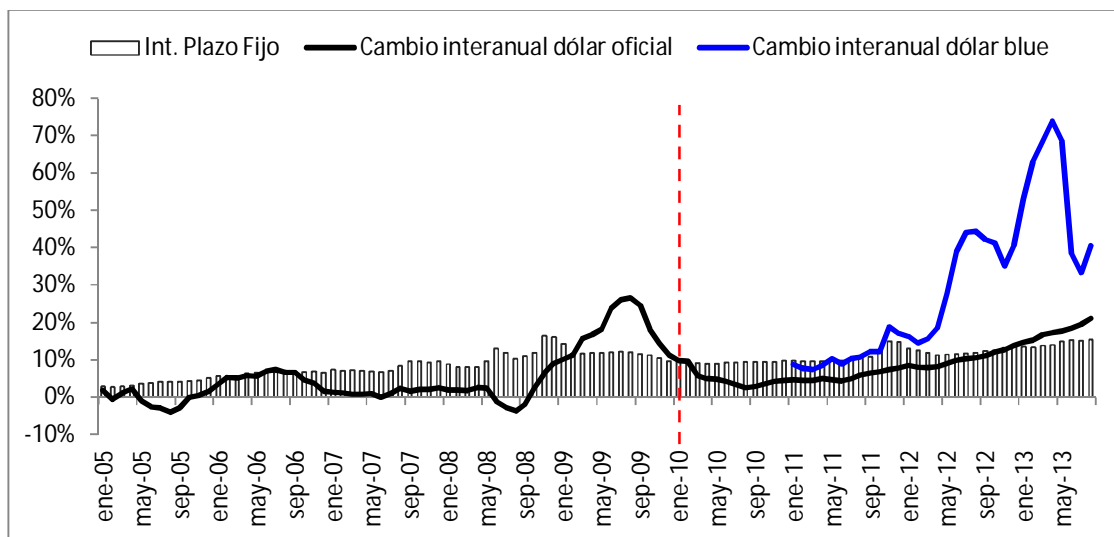
GRÁFICO 21: ÍNDICE TIPO DE CAMBIO REAL (BASE 100=ENE-2005). ARGENTINA 2005-2013



Fuente: INDEC, Dirección de Estadísticas de San Luis y BCRA y Bureau of Labor Statistics.

Por un lado, la cuenta corriente, en el año 2013, ya se volvía negativa a causa de la apreciación real del peso argentino. Por el otro, la cuenta capital también fue deficitaria desde el año 2008. Esto último, en gran parte, se puede explicar por el gran rendimiento que daba la compra de moneda extranjera para atesoramiento (sobre todo en el mercado paralelo), como vemos en el gráfico siguiente:

GRÁFICO 22: INTERÉS DE PLAZO FIJO Y TASA DE DEPRECIACIÓN ANUAL. ARGENTINA 2005-2013



Fuente: BCRA y Ámbito Financiero.

Dada esta situación en que el resultado de cuenta capital más cuenta financiera es negativa, las reservas internacionales disminuirán y habrá presiones al aumento del tipo de cambio. Si no se aumenta el mercado oficial, lo hará en el paralelo y serán necesarios cada vez mayores controles de cambios para detener esta situación.

El periodo 2010-2013 se caracterizó por tener déficit fiscal financiado con emisión monetaria; déficit de cuenta corriente hacia el final del periodo, situación que parece difícil de revertir debido al gran atraso cambiario acumulado durante los últimos años; cuenta capital negativa salida de capitales limitada debido al poco acceso al mercado cambiario, pero también baja entrada de capitales debido a que los rendimientos en pesos son muy bajos si los comparamos con los rendimientos en moneda extranjera (sobre todo en el mercado paralelo); inflación muy alta y difícil de revertir ya que la emisión monetaria está financiando el déficit público, que no es fácil de disminuir; además, las expectativas inflacionarias ya están instaladas en la gente que demanda cada vez mayores aumentos en el salario nominal.

3- AUSTRALIA

En Australia las decisiones de política monetaria implican el establecimiento de la tasa de interés en el mercado de dinero, el RBA (Reserve Bank of Australia) establece tasas de interés a fin de lograr sus objetivos.

Hace veinte años (1993) que estos objetivos han encontrado su expresión práctica en un objetivo del 2% al 3% en promedio en la tasa de inflación con el argumento de que controlar el nivel de precios preserva el valor de la moneda y, en el largo plazo, esta es la principal manera en que la política monetaria ayuda a formar una base para el desarrollo de la economía. Por lo tanto, controlar la inflación es el principal objetivo de mediano plazo de la política monetaria.

La formulación de la política monetaria está a cargo del RBA. La junta directiva se reúne once veces al año. El equipo prepara informes detallados del desarrollo de la economía australiana y mundial, junto con recomendaciones de política. Luego esto es comunicado al público en general a través de su página de internet.

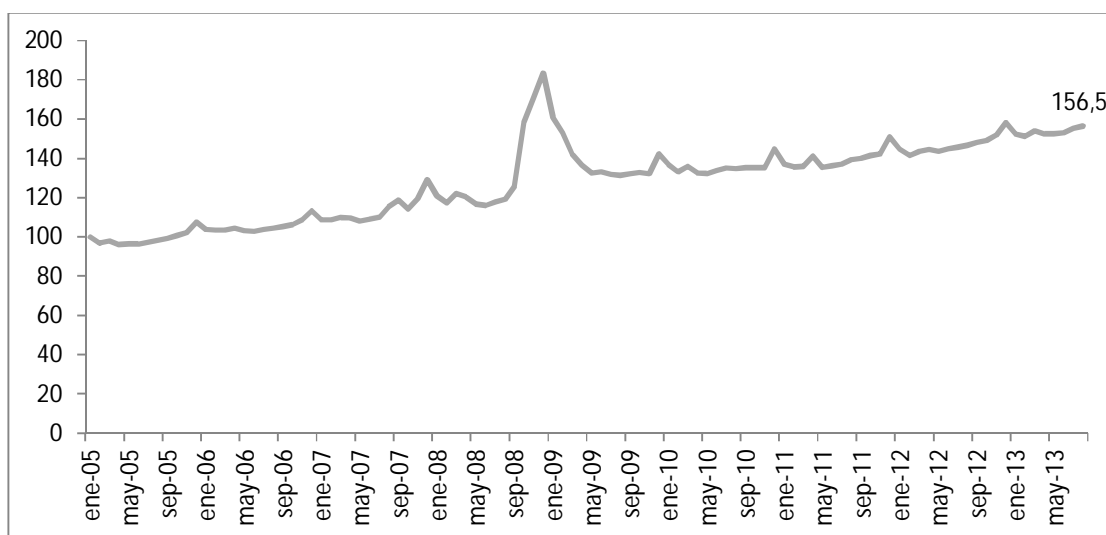
A través de este sistema, junto con las metas inflacionarias, la política monetaria es predecible y transparente. Estas son condiciones fundamentales para que los agentes económicos puedan tomar decisiones racionales y para que los inversores confíen en que van a obtener los retornos esperados (esto ayuda a explicar por qué la cuenta capital ha sido positiva durante tantos años seguidos).

Otra cosa importante es que los déficits fiscales en ningún caso se financiarán con préstamos del RBA, sino con préstamos del sector privado a la tasa de interés de mercado.

El RBA toma decisiones sobre las tasas de interés independientemente del proceso político, es decir, no acepta instrucciones del gobierno. Esto previene manipulaciones de la tasa de interés con fines políticos.

La base monetaria, en el periodo que va desde enero de 2005 hasta agosto de 2013, ha aumentado 56,5%, es decir, a una tasa anualizada del 5,3%. A finales del año 2008, esta aumentó a grandes tasas debido a la política contracíclica adoptada por la crisis mundial. Pero ya a comienzos del año 2009, se contrajo nuevamente la oferta monetaria y se volvió a las tasas de crecimiento normales.

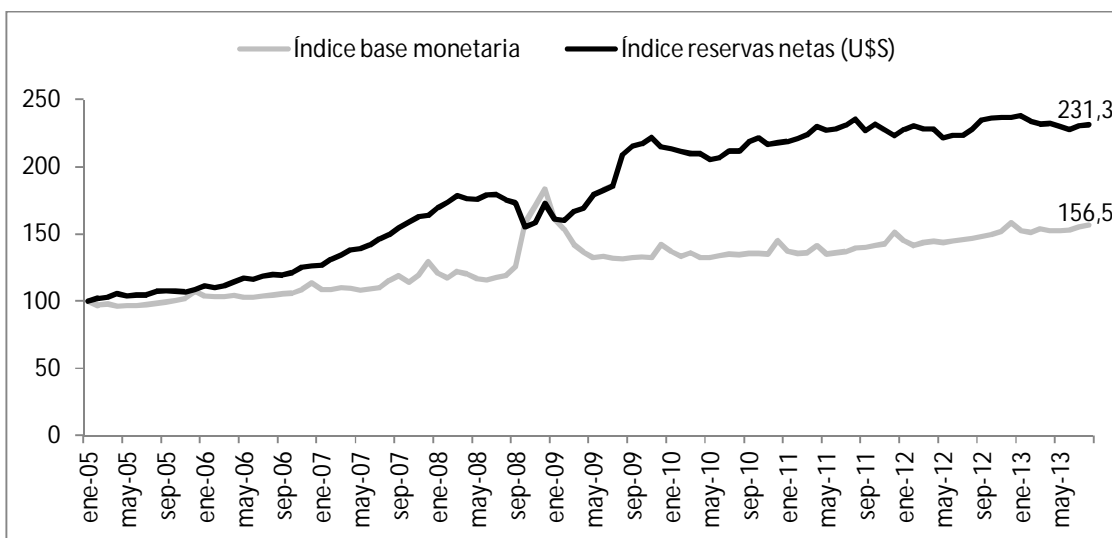
GRÁFICO 23: ÍNDICE DE BASE MONETARIA. BASE 100 = ENERO DE 2005. AUSTRALIA 2005-2013



Fuente: RBA.

Durante este mismo periodo, las reservas netas del Banco de la Reserva expresadas en dólares aumentaron 131%. Esto no se debe a intervenciones de compra o venta del banco (dado que el tipo de cambio es flexible), con excepción del 2008, año en que sí intervino vendiendo reservas a causa de la crisis internacional.

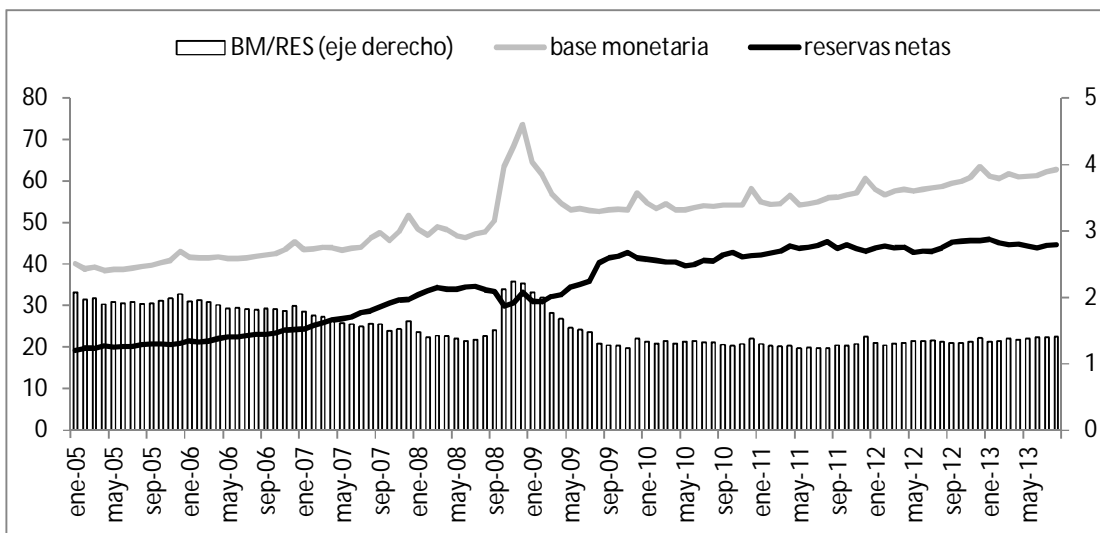
GRÁFICO 24: ÍNDICE DE RESERVAS NETAS Y BASE MONETARIA. BASE 100 = ENERO DE 2005. AUSTRALIA 2005-2013



Fuente: RBA.

Obviamente, si calculamos el cociente entre la base monetaria y las reservas, éste ha disminuido dado que la primera aumentó en menor proporción que las segundas. Aunque, en el año 2009, se ha estabilizado en valores cercanos a 1,3.

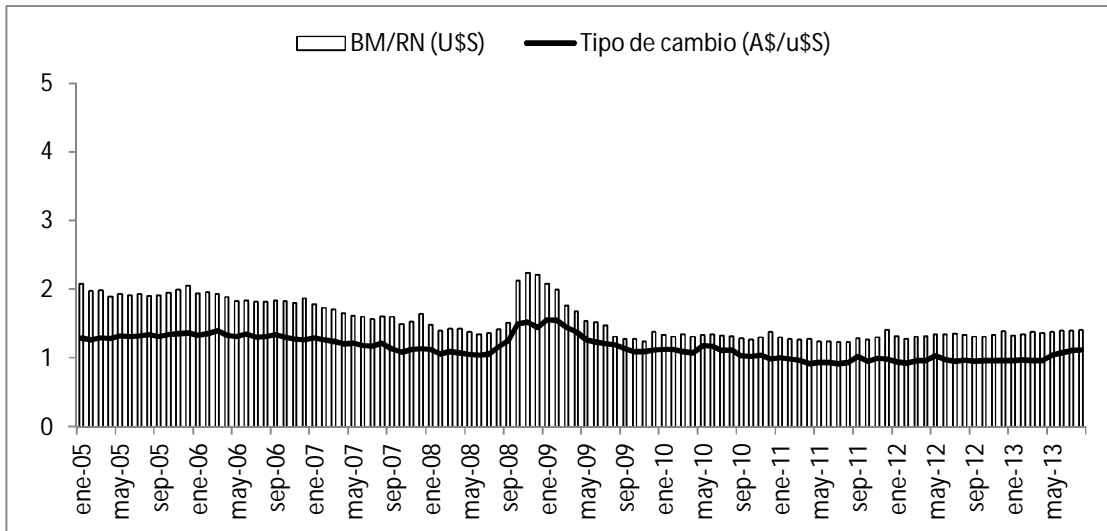
GRÁFICO 25: BASE MONETARIA Y RESERVAS (MILES DE MILLONES). AUSTRALIA 2005-2013



Fuente: RBA.

Dado que el régimen cambiario es de flotación limpia, el tipo de cambio debería ajustarse en relación a este cociente. Como observamos en el gráfico siguiente, este ajuste es casi perfecto.

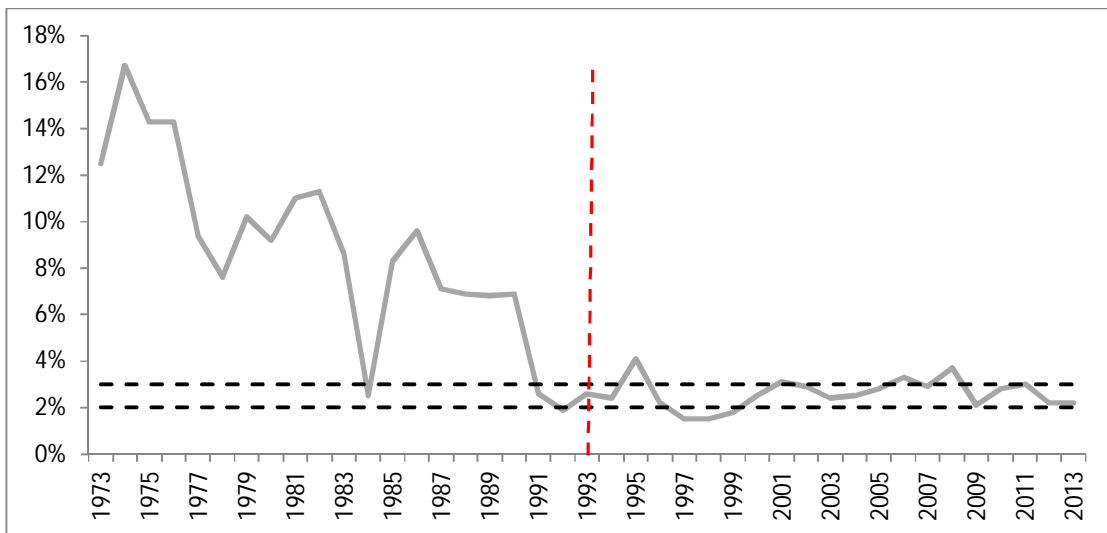
GRÁFICO 26: COCIENTE BASE MONETARIA/RESERVAS Y TIPO DE CAMBIO. AUSTRALIA 2005-2013



Fuente: RBA.

En cuanto a la inflación, esta se ha ajustado al objetivo impuesto en 1993 de una tasa anual de 2% a 3% en promedio. En el periodo de análisis (2005-2013), la inflación anualizada fue del 2,8%.

GRÁFICO 27: INFLACIÓN ANUAL. AUSTRALIA 1973-2013

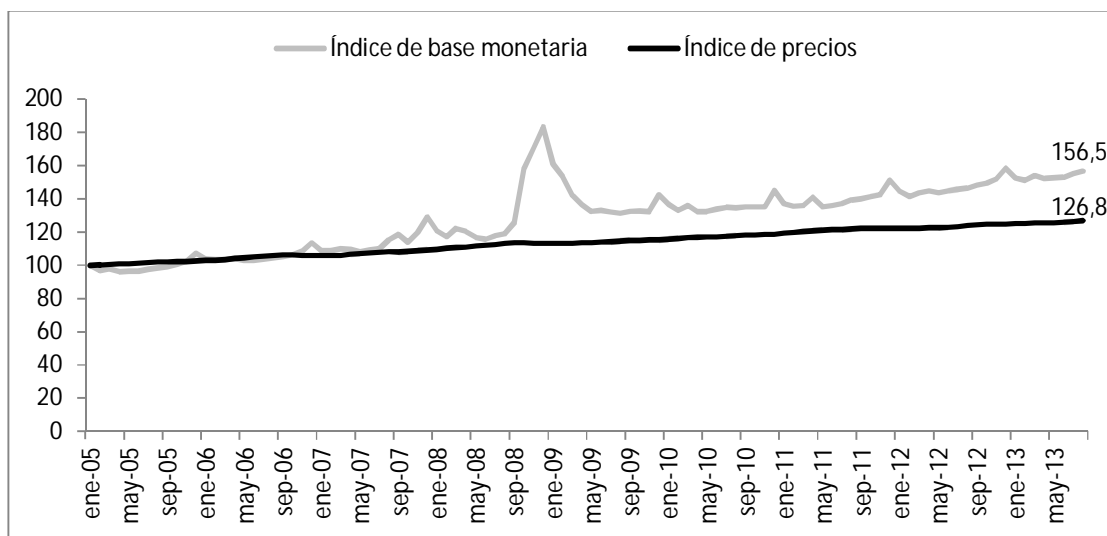


Fuente: RBA.

Si observamos los índices de base monetaria y de precios con base 100 en el año 2005, observamos que la cantidad de dinero ha aumentado 56,5% hasta agosto de 2013, mientras que la inflación en el mismo periodo fue de 27%.

Este diferencial se puede explicar utilizando la teoría cuantitativa del dinero: teniendo en cuenta que el aumento del producto real fue de 25% en el periodo, la suma de la inflación más el crecimiento de la economía será igual al aumento de la base monetaria, llegando a la conclusión que la velocidad de circulación del dinero y la demanda del mismo ha sido totalmente estable.

GRÁFICO 28: ÍNDICE DE BASE MONETARIA E INFLACIÓN. BASE 100 = ENERO DE 2005. AUSTRALIA 2005-2013



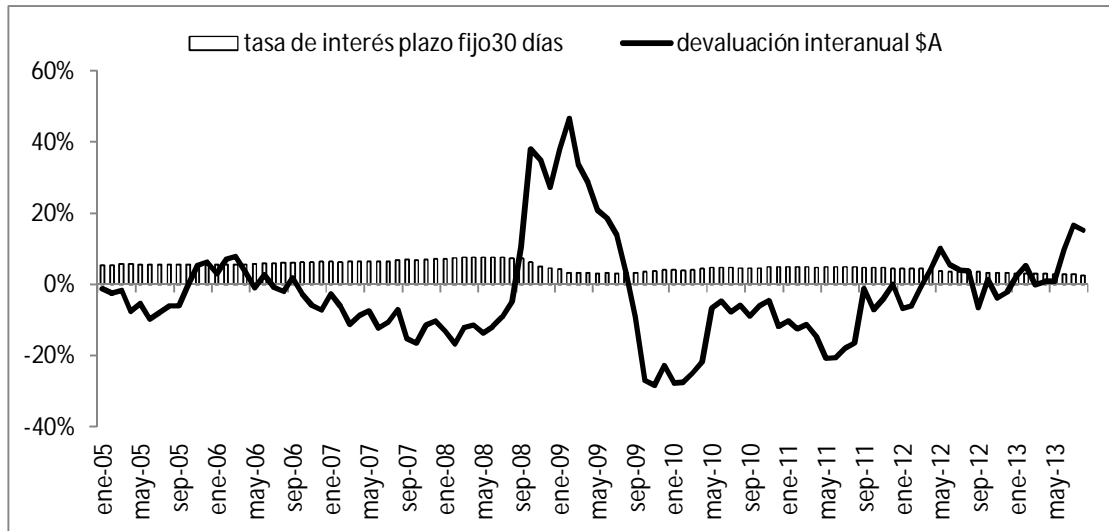
Fuente: RBA.

La inflación en el periodo ha sido muy similar a la de Estados Unidos, y dado que la moneda local se apreció en términos nominales, también lo hizo en términos reales. Por lo tanto, esto implica una pérdida de competitividad para el país. Este es uno de los factores por los que la cuenta corriente no se revierte, aunque el factor más importante para que la cuenta corriente siga manteniendo este signo, es el exceso de inversión sobre el ahorro nacional.

En cuanto a la demanda de moneda local para ahorros, comparada con la demanda de moneda extranjera (dólares estadounidenses), ya hemos visto que el dólar australiano se ha apreciado contra el de Estados Unidos. Por lo tanto, el rendimiento de mantener esta última moneda ha sido negativo (con la excepción del periodo en que tuvo lugar la crisis mundial). Las tasas de interés australiana, si bien bajó después de la crisis, se mantiene en valores superiores al 3%, por lo tanto, es positiva en términos reales.

Dada esta situación, los ahorristas australianos han preferido ahorrar en su moneda ya que la misma se ha apreciado y además tiene rendimientos positivos en términos reales.

GRÁFICO 29: INTERÉS DE PLAZO FIJO Y TASA DE DEPRECIACIÓN ANUAL. AUSTRALIA 2005-2013



Fuente: RBA.

El subcapítulo correspondiente a Australia tiene una longitud significativamente menor que el de Argentina debido a que el primero no está subdividido en dos periodos como lo está el primero. Además, en Argentina, el sector monetario ha sido uno de los grandes problemas, lo que lo hace digno de una mayor consideración, mientras que en Australia, éste no fue un problema relevante debido a la prolijidad con la que se manejó.

4- CONCLUSIONES

La política monetaria de estos dos países ha sido muy distinta. Para cada país, podemos sacar las siguientes conclusiones:

A- ARGENTINA

- ✓ La política monetaria no ha sido uniforme en todo el periodo que va desde 2005 hasta 2013, sino que, en el año 2010, esta comenzó a cambiar y estos cambios se profundizaron en los años posteriores.
- ✓ Hasta 2009, el sector público fue un factor ligeramente contractivo de la base monetaria. Mientras que, a partir de 2010 comenzó a ser expansivo y cada año en una proporción creciente.

- ✓ La compra de divisas en el Mercado Único y Libre de Cambios, fue el principal factor expansivo de la base monetaria hasta el año 2012, debido al sobrante de dólares que existió en dicho mercado durante todo ese periodo.
- ✓ En el año 2013, en cambio, el Banco Central vendió grandes cantidades de divisas para evitar una mayor depreciación de la moneda y, por lo tanto, usar el tipo de cambio como ancla nominal para controlar la inflación. Esta venta de divisas implicó una contracción de la base monetaria por este motivo, pero claramente, esto no alcanzó para compensar el factor expansivo del sector público ya que este fue mucho mayor.
- ✓ La política monetaria ha sido muy expansiva desde el año 2005, aunque con el tiempo, lo ha sido cada vez más. Dado que el tipo de cambio ha sido administrado, las constantes emisiones de dinero, que han provocado una alta inflación, hicieron que el peso se ha aprecie constantemente en términos reales.
- ✓ A partir del 2011, la demanda de moneda nacional cayó aún más por dos motivos: con la aparición de un mercado paralelo de divisas, las monedas extranjeras comenzaron a tener cada vez mayores rendimientos comparados con la tasa de interés nominal de los depósitos en pesos; el otro motivo es que, debido al atraso cambiario acumulado de años anteriores, los bienes importados fueron, cada vez, más baratos relativamente y también salir de viaje al exterior, por lo tanto, se demanda cada vez más divisas por este motivo.
- ✓ El cociente base monetaria/reservas creció a grandes tasas desde 2011, triplicándose en menos de tres años y presionando a la suba al tipo de cambio nominal. Pero debido a la intervención del Banco Central, este aumento fue inferior al 50% en el mismo periodo. Esto generó el gran atraso cambiario explicado.

B- AUSTRALIA

- ✓ Debido a la introducción de una meta inflacionaria de entre 2% y 3% en el año 1993, el Banco Central limita el crecimiento de la cantidad de dinero y maneja la tasa de interés para ajustarse a este objetivo.
- ✓ El tipo de cambio es flotante, por lo tanto, se mantiene en su valor de equilibrio sin causar atrasos en el tipo de cambio.

- ✓ El cociente base monetaria/reservas a caído levemente con el correr de los años y ha cambiado a las mismas tasas que el tipo de cambio nominal, por lo que se puede decir que este se ha encontrado siempre cerca de su valor de equilibrio.
- ✓ La ecuación cuantitativa se cumple mostrando una velocidad de circulación del dinero constante: el cambio en la base monetaria es igual a la variación en el nivel de precios más la variación en el producto.
- ✓ La tasa de interés es positiva en términos reales y el retorno ha sido mucho mayor que el de mantener moneda extranjera por lo que los agentes no demandan otras monedas para ahorrar si no que lo hacen en dólares australianos.

CAPÍTULO IV: DEUDA EXTERNA

1- INTRODUCCIÓN

En este capítulo analizaremos la evolución de la deuda externa de ambos países, haciendo hincapié en la composición de la misma. Como se verá a continuación es muy distinta la situación en que la deuda es mayoritariamente pública a cuando es privada. También es distinto si está denominada en moneda nacional o extranjera.

No sólo es importante el nivel de deuda y su composición, sino también lo es su historia, es decir, como se ha llegado a ese nivel y sobre todo analizar si ha habido irregularidades en los pagos, ya que esto generará desconfianza en los prestamistas internacionales.

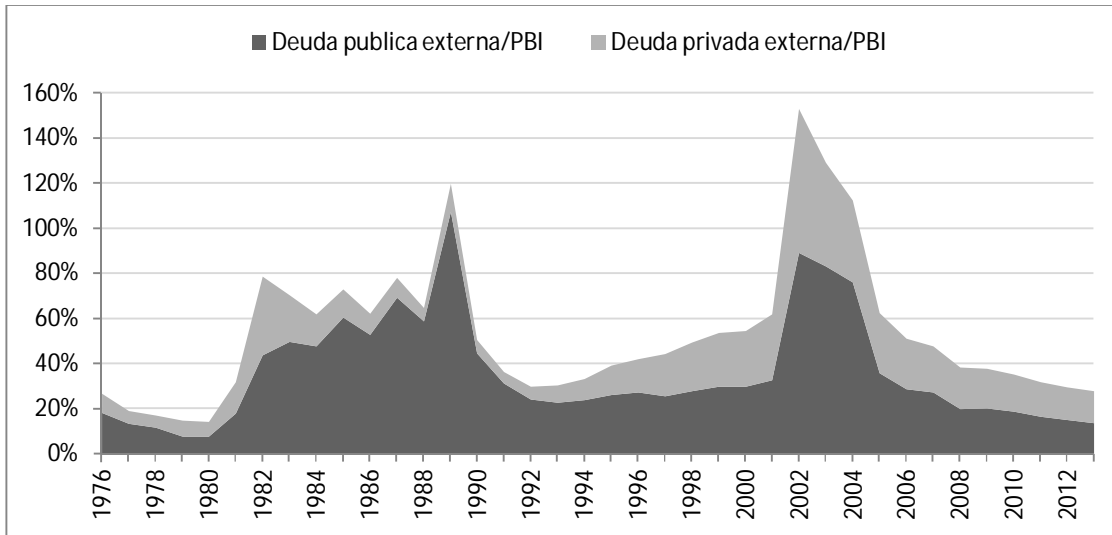
Por último, se analizará la posibilidad (o imposibilidad) de cada país de contraer nuevas deudas y, si tiene la capacidad de hacerlo, en qué condiciones y a qué tasa conseguiría fondos.

Cabe aclarar que la deuda externa puede ser tanto del sector público como del sector privado y la suma de estas dos nos da como resultado la deuda externa total. Es aceptado generalmente que la deuda externa pública es más "peligrosa" que la privada. La doctrina de Lawson nos dice que un déficit de cuenta corriente (y por lo tanto, un aumento en la deuda externa) causado por el sector privado no debería ser un problema ya que los agentes económicos que incurren en déficit y quienes lo financian, son racionales y adquieren la deuda voluntariamente. Es decir, son empresas que maximizan beneficios y familias que maximizan la utilidad (a diferencia del gobierno), entonces es improbable que se sobre endeuden.

2- ARGENTINA

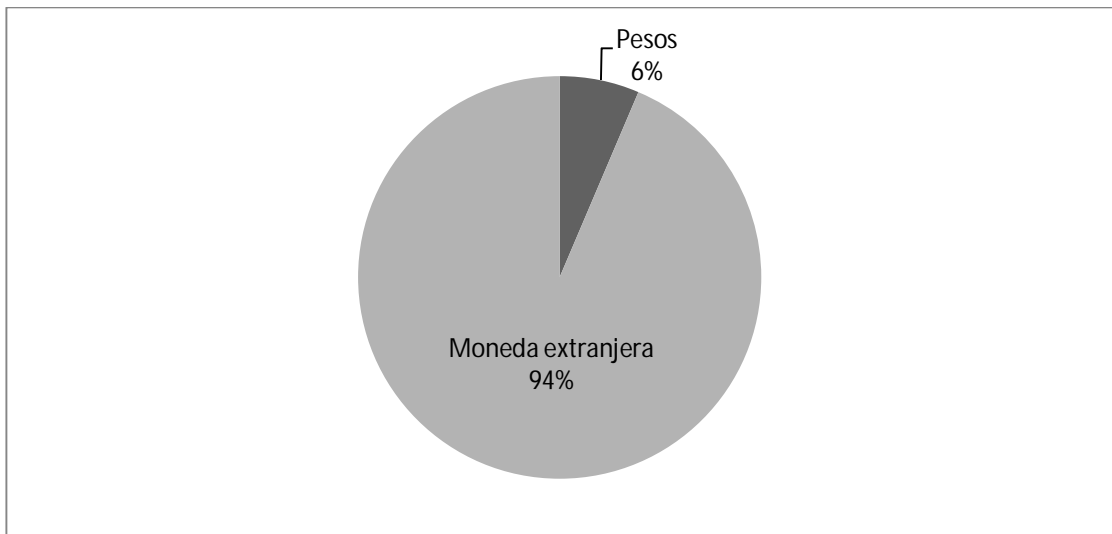
La deuda externa argentina, en agosto de 2013, representaba un 24% del PBI. La mitad de la misma pertenecía al sector público y el resto al privado. Como se verá luego, para llegar a este valor, la deuda pasó por diversos defaults y reestructuraciones de la misma. En cuanto a la denominación, sólo el 6% de la misma estaba expresada en moneda local.

GRÁFICO 30: DEUDA EXTERNA (%PBI). ARGENTINA



Fuente: Ferreres (2010), INDEC, FMI.

GRÁFICO 31: DEUDA EXTERNA SEGÚN DENOMINACIÓN. ARGENTINA (JUNIO DE 2013)



Fuente: INDEC.

La deuda externa argentina ha sido mayoritariamente pública, y en las últimas cuatro décadas ha caído en default y ha sido reestructurada reiteradas veces. Por eso, podemos decir que la Argentina no es un "deudor confiable" en el mercado financiero internacional. Debido a esto haremos un breve repaso por la historia reciente de la deuda externa pública en las últimas décadas.

A- HISTORIA DE LA DEUDA EXTERNA PÚBLICA.

A partir del año 1974, se produce un cambio brusco en el sistema financiero internacional. Las entidades financieras internacionales poseían una gran cantidad de petrodólares que eran ofrecidos a los países subdesarrollados a tasas bajas y con créditos fáciles de obtener. Esto pone a disposición de los países periféricos una amplia masa de capitales a tasas de interés muy reducidas. Argentina se endeuda a tasas anuales superiores al 25%. 1980, en el orden internacional se produce un cambio en las políticas económicas, que produce que los créditos escaseen y se encarezcan, pero Argentina, a raíz de los déficits fiscales y comerciales que tiene, sigue con la tendencia a endeudarse cada vez más. Entre 1981 y 1983 se produjo la estatización de gran parte de la deuda privada. En 1981, el 45% de la deuda era privada, cinco años después este número se reduce a 8,5%. Hubo varios default virtuales en los 80 (1982, 1984, y 1988 por ejemplo).

En 1992, tras intentos anteriores de reestructuración, se arriba a una renegociación de la deuda con la banca, con aval del Tesoro de Estados Unidos, en lo que dio en denominarse Plan Brady. Éste consiste básicamente en un canje por bonos que suponen una extensión de plazos y una reducción del monto adeudado. El Plan Brady se implica, además, el compromiso de profundas reformas económicas; ellas contemplan, entre otros aspectos, la venta de empresas públicas a cambio del aporte de bonos de deuda, implicando así el rescate de parte de ésta.

Se instaura un régimen de caja de conversión, por lo que se limita la emisión de moneda local a la disponibilidad de reservas; esto motiva que los eventuales déficit fiscales deben ser financiados con endeudamiento. Por un lado, el tipo de cambio real que se logra una vez estabilizada la evolución de los precios, unido a la apertura comercial indiscriminada, hace que el sector externo incurra en déficits corrientes. Por otro lado, no se logra un equilibrio fiscal, una vez que se agota la fuente de recursos que significó la venta de empresas públicas. Ante la imposibilidad de atender a los servicios (pese a operaciones de canje), y frente al corte de nuevo financiamiento, a fines de 2001 se produce la declaración de cese de pagos de los servicios de la deuda con el sector privado y el Club de París. El monto del *default* asciende a cerca de 88.000 millones de dólares, de los que 81.800 millones corresponden a títulos en manos del sector privado, y el resto a la deuda con el Club de París.

En 2005 se concreta un canje de títulos, que implica una quita de los montos adeudados y una extensión considerable de plazos de pago. Este canje es aceptado por el 76% del monto

adeudado; la reapertura en 2010 de esta posibilidad permite arribar a un canje algo superior al 92%³. La deuda con el Club de París permanece todavía impaga, sin renegociación.

En principio, se emitieron bonos denominados en pesos argentinos, en dólares estadounidenses, en euros y en yenes. El 37% del monto de deuda emitido lo fue en moneda local, con cláusula de indexación, a través del denominado Coeficiente de Estabilización de Referencia. Se emitieron básicamente tres tipos de bonos, en las monedas mencionadas: bonos a la par, bonos cuasi par y bonos *discount*. Los primeros reconocen el valor nominal de los títulos en default entregados en canje. Los bonos cuasi par (emitidos únicamente en moneda local) incorporan una quita nominal de 33%, mientras que los bonos *discount* comportan una quita de 66% sobre el valor nominal. Cada tipo de bono se caracteriza por un cierto cronograma de pagos de intereses y capital.

En total, se rescataron bonos en suspensión de pagos por cerca de 75.300 millones de dólares. El monto nominal emitido en canje fue de 40.820 millones de dólares. Esto significa que, en relación al monto rescatado, la emisión de nueva deuda representa una quita en términos nominales de 46%.

Por lo tanto, si bien podemos decir que en estos últimos años la deuda externa ha bajado con respecto a 2002, esto no se debe a un proceso “prolijo” en el que el gobierno ha ido pagando las deudas a su vencimiento a través de superávits, sino que principalmente esta reducción ha sido a causa de reestructuración y quitas de los valores nominales de la deuda, además de la extensión de plazos (Müller, 2013).

B- RIESGO PAÍS

La tasa de riesgo país para Argentina elaborado por JP Morgan al día 20 de agosto del 2013 era de 1.039. Ese mismo día la tasa de interés de los bonos del tesoro de Estados Unidos a 10 años era de 2,84%, por lo que la tasa de interés que pagaría Argentina por colocar un bono con el mismo plazo sería mayor a 13%. Dado que esta tasa es muy difícil de poder pagar, se dice que Argentina se encuentra fuera de los mercados financieros.

3- AUSTRALIA

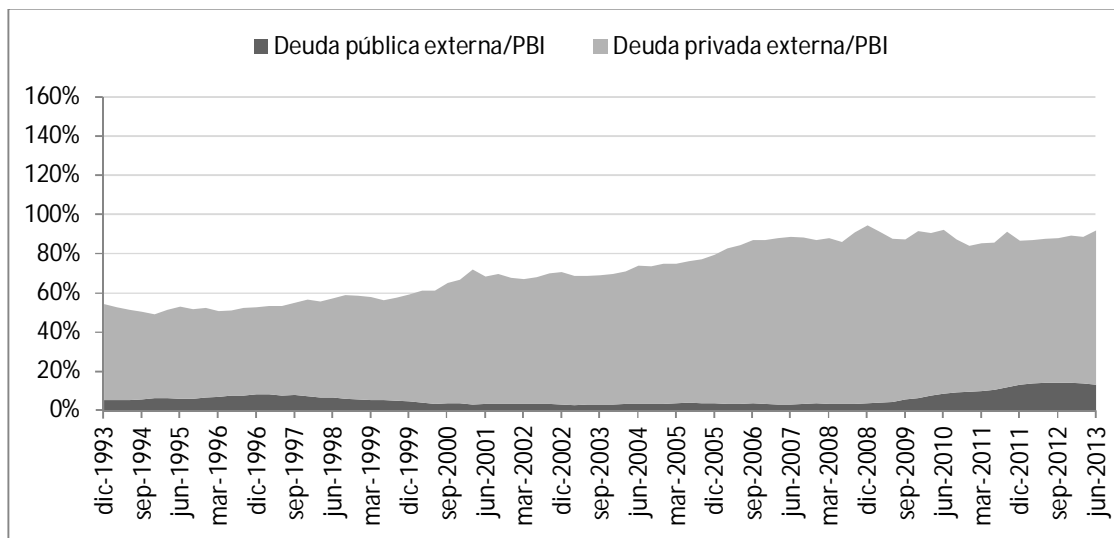
La deuda externa australiana ha crecido a grandes tasas en las últimas dos décadas. Pasando de ser el 53% del PBI en el segundo trimestre de 1993 al 93% en el junio de 2013. Cada vez una proporción mayor está denominada en dólares australianos.

³ El restante 8% son los denominados holdouts que no ingresaron en los canjes de 2005 y 2010. actualmente se está a la espera de los fallos internacionales

La deuda es predominantemente deuda privada (86% de la deuda total) que en la década de los 90 aumentó significativamente por la desregularización del sistema financiero, la globalización y el gran aumento en la producción minera (que requiere ahorro externo).

En cuanto a la deuda externa pública, desde el año 1994 empezó a reducirse, principalmente debido a la reducción de los déficits fiscales (ya la obtención de superávits). A causa la crisis global de 2008, el gobierno comenzó a hacer políticas fiscales expansivas que llevaron a déficits fiscales y consecuentemente a un aumento de la deuda pública. Aunque a partir del año 2012 esta situación comienza a revertirse.

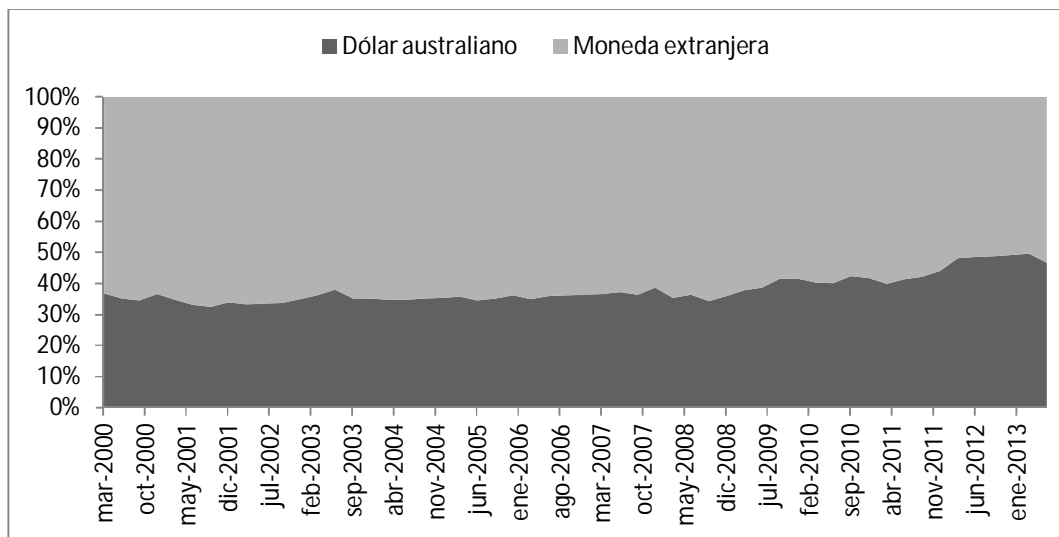
GRÁFICO 32: DEUDA EXTERNA. AUSTRALIA



Fuente: Australian Bureau of Statistics.

En el caso australiano, si bien no podemos hablar específicamente del riesgo país, ya que es un indicador realizado sólo para países emergentes entre los cuales no está incluido Australia, sí podemos analizar el diferencial de tasas con la tasa libre de riesgo (Estados Unidos). El día 20 de agosto de 2013 la tasa de interés de los bonos de diez años australianos era de 4%, es decir, 1,16% mayor a la de los bonos estadounidenses. Por lo que una proxy del nivel de riesgo país australiano sería 116.

GRÁFICO 33: DEUDA EXTERNA SEGÚN DENOMINACIÓN. AUSTRALIA



Fuente: Australian Bureau of Statistics.

4- CONCLUSIONES

Si bien el cociente deuda externa total sobre PBI australiano es significativamente mayor al argentino, esto no significa que por este motivo estemos “mejor” que ellos en tema de deuda, si no que se requiere de un análisis más profundo del que podemos sacar las siguientes conclusiones:

- ✓ En los últimos 30 años han habido grandes quitas, reestructuración de plazos y defaults en la deuda externa pública argentina (estos no pueden atribuirse a un solo gobierno ni a un solo partido político, ya que en los defaults de principios de los 80 el gobierno era militar; luego en el resto de esta década el presidente fue el radical Raúl Alfonsín; el plan Brady tuvo como primer mandatario al justicialista Carlos Menem; el default de 2002 lo declaró el presidente provisional Rodríguez Saá y por último las reestructuraciones de 2005 y 2010 se les atribuyen a los presidentes Néstor Kirchner y Cristina Fernández de Kirchner (respectivamente). Mientras que en Australia no se registra ninguna irregularidad en los pagos de deuda pública.
- ✓ Mientras que el 94% de la deuda externa argentina está denominada en monedas extranjeras, sólo el 53% de la deuda australiana cumple dicha condición. Este es un punto importante a tener en cuenta ya que, dada la depreciación acelerada del peso argentino, al estar casi la totalidad de la deuda colocada en divisas, significa que un aumento del precio de la moneda extranjera nos llevará a un aumento de una proporción similar de la deuda expresada en moneda local. En el caso australiano la deuda es aproximadamente mitad en dólares australianos y la otra mitad en

monedas extranjeras, entonces al tener un tipo de cambio flotante, la deuda expresada en moneda local queda aislada de las fluctuaciones de este régimen.

- ✓ La deuda tiene una composición distinta en los dos países. En Argentina, aproximadamente el 50% de la deuda externa pertenece al sector público y la otra mitad al privado (14% del PBI cada una); en Australia estos porcentajes ascienden a 14% y 84%, respectivamente (13% y 59% del producto). Si tenemos en cuenta que la deuda de la que realmente nos preocupamos es la del gobierno, podemos decir que esta es un poco menor en Australia que en Argentina que en Australia. Además, hay que tener en cuenta que la deuda pública es relativamente baja en nuestro país debido a las grandes quitas realizadas en los canjes de 2005 y 2010; y tampoco están contabilizadas las deudas a los holdouts. Si no, claramente esta deuda sería mucho más alta.

CAPÍTULO V: BALANCE DE PAGOS

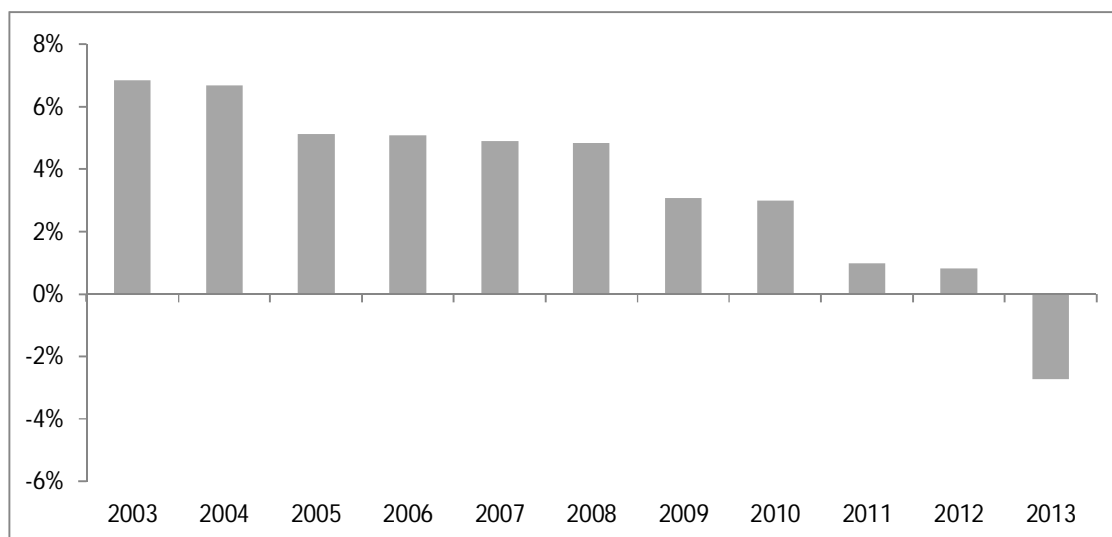
1- INTRODUCCIÓN

En este capítulo se analizarán los distintos componentes del balance de pagos: cuenta corriente, cuenta capital y nivel de reservas, haciendo énfasis en las relaciones entre los mismos. Se analizarán los distintos elementos que pueden llegar a afectar a cada uno de los componentes. También se hará una discusión del sistema cambiario que tiene cada país y su repercusión sobre el uso de las reservas.

2- ARGENTINA

La cuenta corriente Argentina, que se había mantenido superavitaria desde el año 2002, muestra una tendencia decreciente, llegando a ser ligeramente positiva en 2011 y 2012, y en el año 2013 ya fue considerablemente negativa, como se observa en el siguiente gráfico.

GRÁFICO 34: CUENTA CORRIENTE. ARGENTINA (%PBI)

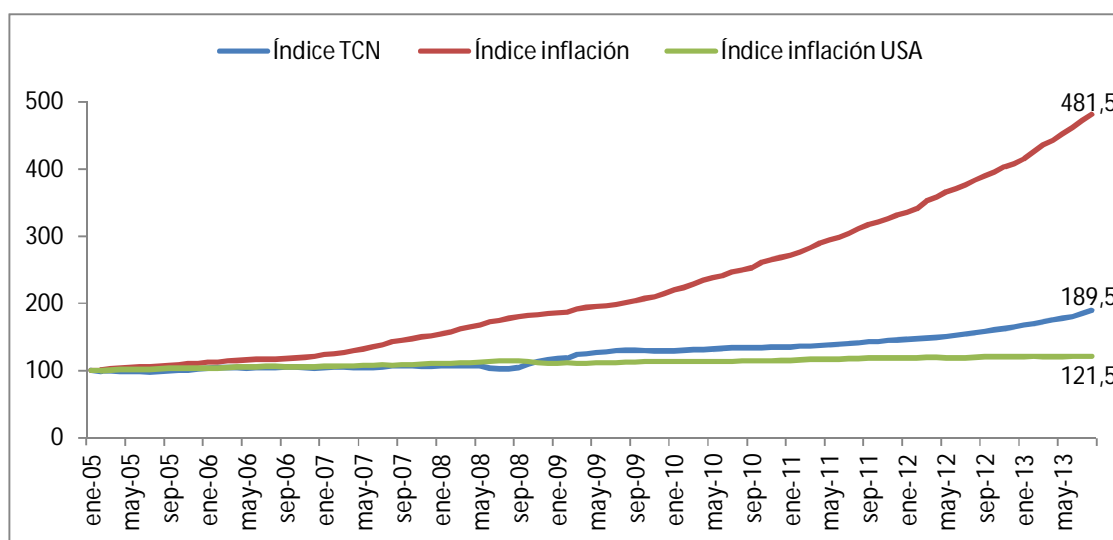


Fuente: BCRA.

El principal causante de esta situación es el creciente atraso cambiario debido a que, por un periodo considerable de tiempo (desde principios de 2005), la inflación fue sistemáticamente muy superior a la depreciación de la moneda nacional, ya que el Banco Central intervino

permanentemente vendiendo divisas para que no aumentara el precio de las monedas extranjeras con el objetivo de que este fuera un ancla nominal para evitar mayores aumentos de la inflación. Esto, sumado a la falta de inversión en el país a causa de la desconfianza en el país de los inversores internacionales, ha hecho que la Cuenta Corriente tenga una tendencia a ser negativa en los últimos años⁴. La inflación de Estados Unidos pasa a ser casi irrelevante, ya que la misma tiene baja influencia en el tipo de cambio real argentino.

GRÁFICO 35: COMPONENTES DEL TIPO DE CAMBIO REAL. ARGENTINA (BASE 100 = ENERO 2005)

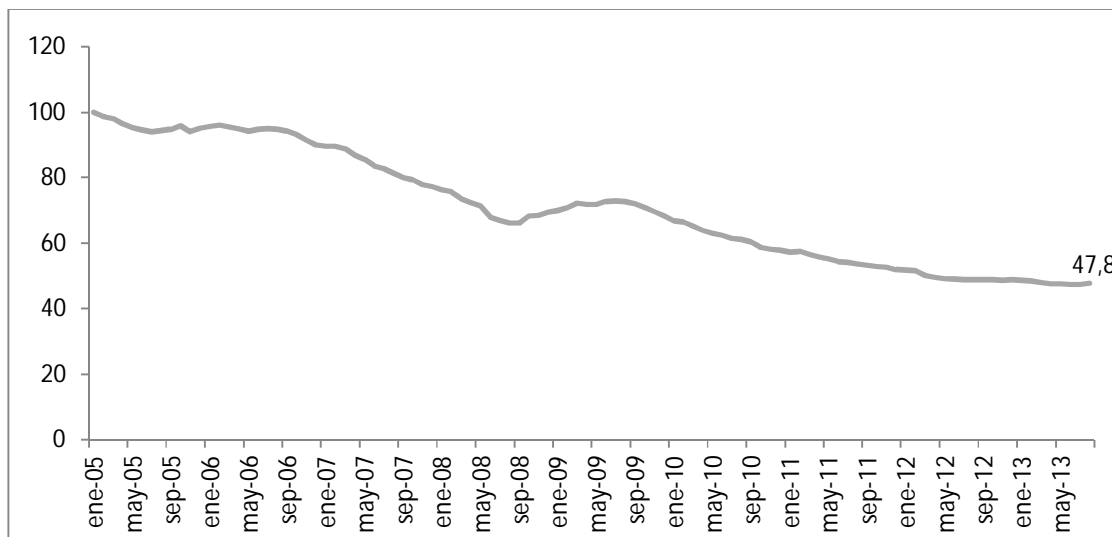


Fuente: Dirección de Estadísticas de San Luis, BCRA y Bureau of Labor Statistics.

A continuación mostramos un índice de tipo de cambio real, con base 100 en enero del 2005. Una disminución de dicho índice nos dirá que los bienes comprados en nuestro país se vuelven relativamente más caros que los que se obtienen en el exterior.

⁴ Estos resultados hubieran sido claramente más negativo si no hubiera sido por la introducción, en 2011, del cepo cambiario, explicado más adelante en este capítulo, que restringió fuertemente las importaciones.

GRÁFICO 36: ÍNDICE DE TIPO DE CAMBIO REAL. ARGENTINA (BASE 100 = ENERO 2005)

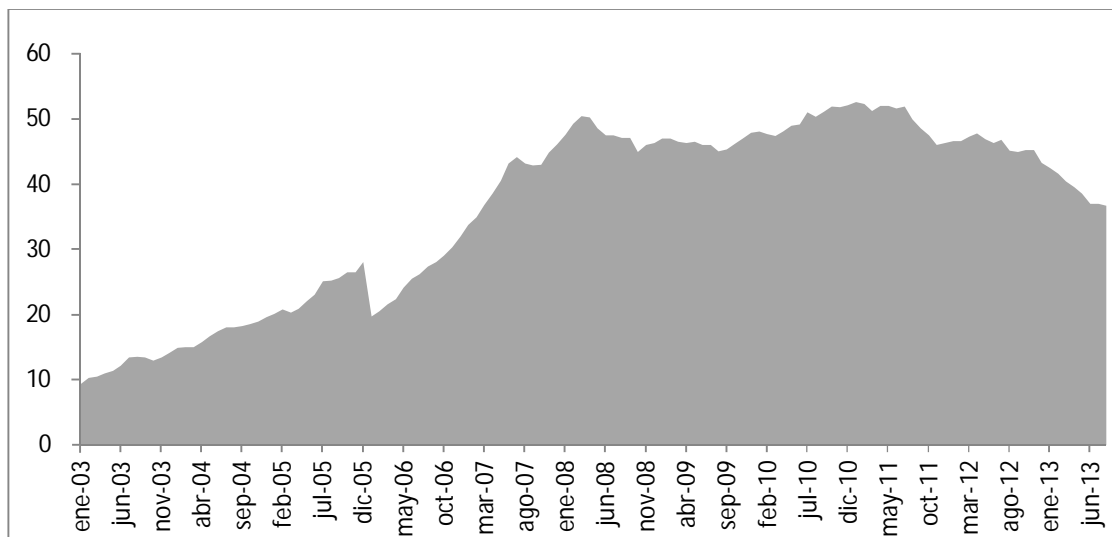


Fuente: Dirección de Estadísticas de San Luis y BCRA y Bureau of Labor Statistics.

Se ve claramente la constante apreciación real de la moneda desde el año 2005. Esto, poco a poco, fue quitándole competitividad al país, hasta que hacia finales de 2011 aparecieron algunos problemas en el sector externo: la inflación era muy alta; el tipo de cambio real seguía atrasándose y, por lo tanto, se demandaba cada vez una mayor cantidad de divisas para comprar bienes extranjeros que se abarataban constantemente; además, existía una permanente salida de capitales, que complicaba más el panorama externo ya que las reservas internacionales estaban cayendo a un ritmo muy acelerado. Entonces, ante esta situación, los responsables de la política económica se hallaban frente a una disyuntiva:

- Si se mantenía el tipo de cambio relativamente estable (con el objetivo de utilizarlo como ancla nominal para la inflación), y se seguía financiando la salida de capitales y las importaciones con reservas internacionales (aparte de la deuda externa, que se había anunciado que se pagaría con reservas del Banco Central), las mismas iban a decrecer a un gran ritmo y hubiera llegado un momento en el cual se iba a hacer imposible mantener el tipo de cambio y seguramente se terminaría en una gran devaluación de la moneda.
- Si se dejaba de intervenir en el mercado de divisas vendiendo reservas del Banco Central, seguramente la moneda se hubiera depreciado fuertemente produciendo un aumento aún mayor en la inflación (a causa del pass through). Por lo tanto, no se solucionaría el problema del atraso cambiario y se podría haber entrado en un peligroso espiral de inflación-devaluación.

GRÁFICO 37: RESERVAS DEL BANCO CENTRAL. ARGENTINA (MILES DE MILLONES DE U\$S)



Fuente: BCRA

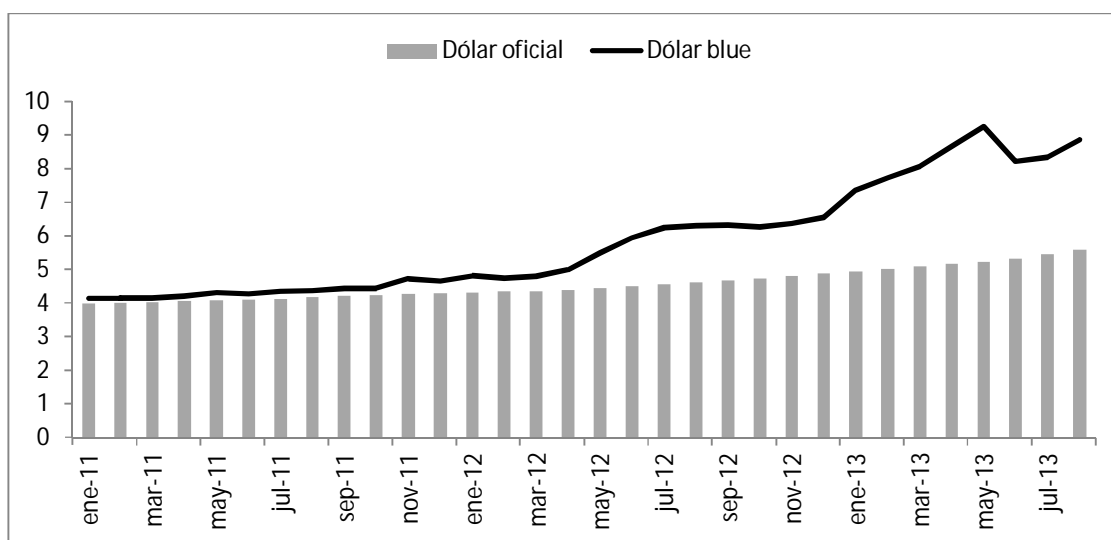
Ante esta difícil situación, lo que se decidió fue progresivamente, a partir del día 28 de octubre de 2011, limitar el acceso a la compra de moneda extranjera a una gran parte de la población, reduciendo así artificialmente, la demanda de divisas. Esto es conocido con el nombre de “cepo cambiario”. A continuación, mostraremos cómo la misma fue evolucionando con el correr de los meses:

- El día 28 de octubre de 2011 pone en marcha el **Programa de consulta de operaciones cambiarias**, por el cual toda persona que quisiese concretar una operación de compraventa de dólares debía presentar su DNI, CUIT o CUIL, para que la AFIP determinase si se encontraba o no en alguna situación irregular que la imposibilitara para realizar la operación. “Validado” o “inconsistencias” podían ser los veredictos.
- El 22 de febrero de 2012, se comenzó a controlar la **contratación de servicios en el exterior**. La AFIP incorporaba estos contratos al régimen de Ventanilla Única Electrónica, por lo que se debía presentar Declaración Jurada de Importación antes de la operación.
- El 28 de mayo de 2012, con la resolución 3333 el cepo cambiario se extendía a las operaciones con **créditos hipotecarios**. Desde ese momento, quienes adquiriesen un inmueble a través de un crédito hipotecario necesitarían un aval de la AFIP para comprar dólares con el préstamo en pesos obtenido de las entidades financieras para escriturar un inmueble.

- El 15 de junio de 2012 quedaba **definitivamente eliminada la opción de comprar dólares para ahorro**. Una vez oficializado esto, la compra de dólares turistas a 4,57 no parecía una opción viable.
- El 6 de agosto de 2012, la Resolución 3356 de la AFIP estableció que quienes viajen sólo podrán adquirir la moneda de curso legal en el país de destino.
- El 30 de agosto de 2012, mediante la Resolución N° 3378, llegó la **restricción a las compras con tarjetas de crédito** en el exterior que desde el 1° de septiembre pagan un recargo del 15% a cuenta de Ganancias
- Enseguida vino su complemento, la Resolución General N° 3379, que extiende el recargo del 15% a las operaciones que los argentinos realicen desde el país con **tarjeta de débito y las compras online**.
- En el mes de abril de 2013, el recargo aumento a 20% y se extendió también a los paquetes turísticos contratados en el país y los pasajes al extranjero.
- del 3 de diciembre se anunció que el recargo pasaba del 20 al 35 por ciento.

Debido a que parecía casi imposible acceder al mercado oficial de moneda extranjera, apareció un mercado paralelo de divisas en el que se tranzan grandes cantidades de las mismas y comenzó a existir una gran brecha entre el tipo de cambio oficial y el “blue” o paralelo. Dadas las altas tasas de rentabilidad que se obtuvieron al invertir en este mercado paralelo, se aceleró más la demanda de moneda extranjera porque los plazos fijos ofrecían una tasa claramente menor.

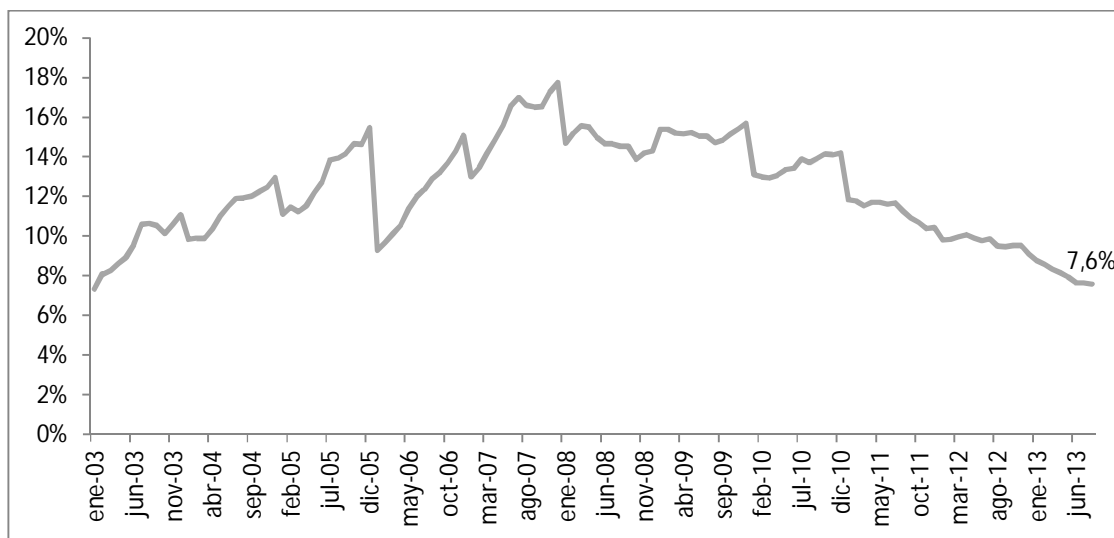
GRÁFICO 38: TIPO DE CAMBIO NOMINAL (\$/U\$S)



Fuente: *Ámbito Financiero* y BCRA.

Si nos referimos a las reservas internacionales como porcentaje del PBI, se observa que este ratio viene cayendo constantemente desde el año 2008. Pasó de ser 18% en diciembre de 2007 a 7,6% en agosto de 2013.

GRÁFICO 39: RESERVAS DEL BANCO CENTRAL. ARGENTINA (%PBI)



Fuente: BCRA y FMI.

Si bien este número en sí no nos da gran información, sabemos que esta caída preocupa al gobierno por diversos motivos:

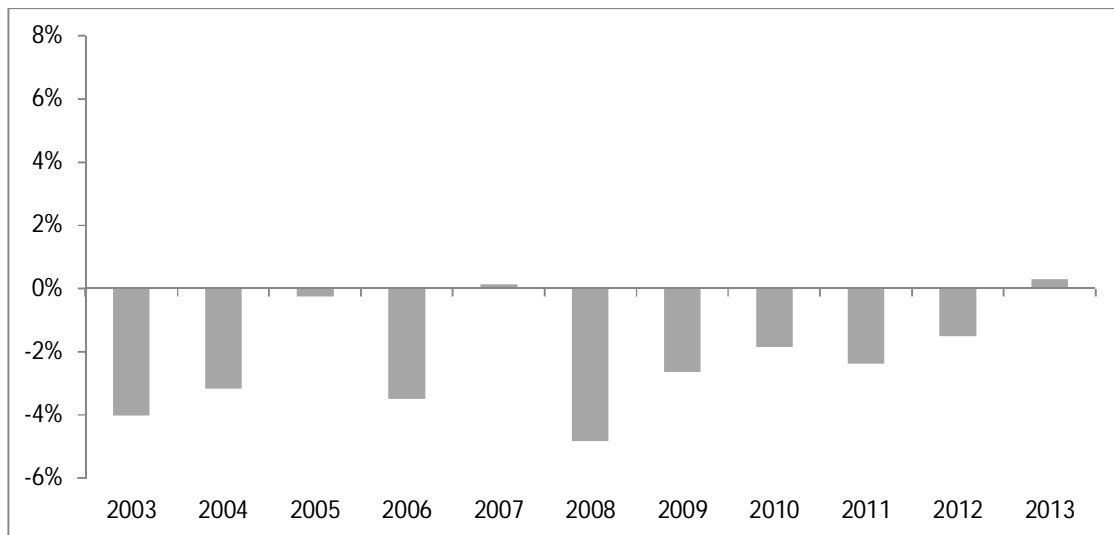
- El régimen cambiario que se ha mantenido durante los últimos años es un tipo de cambio administrado. El Banco Central ha intervenido permanentemente, como se explica anteriormente, para evitar grandes depreciaciones nominales del peso argentino. Dado que, la suma de la cuenta capital y la cuenta corriente son negativas desde 2001 (y parece muy difícil que cambien de signo al menos en los años siguientes), esto implica que, salvo que se tomen algunas medidas que tiendan a revertir la situación, el nivel de reservas seguirá cayendo.
- La presidente Cristina Fernández ya se había comprometido, en marzo de 2010 a pagar la deuda externa pública con reservas del Banco Central.
- Como se explica en el capítulo de resultado fiscal, en los últimos años éste ha sido deficitario y seguramente lo seguirá siendo en los años venideros. Por lo tanto, esto significa no se podrán utilizar superávits fiscales para pagar deuda y que se seguirá emitiendo dinero para financiar los déficits, con las consecuencias inflacionarias que estos trae.

- Dado que el tipo de cambio nominal ha aumentado a grandes tasas, la deuda externa expresada en pesos, continuará creciendo por el efecto del aumento del precio de las divisas.

La cuenta capital, debido a la desconfianza generalizada en el gobierno y en la moneda nacional, ha sido negativa desde 2009 hasta 2012. En 2013, fue casi nula debido al efecto del cepo cambiario que ha limitado la salida de capitales forzosamente, pero también ha conducido a que los inversores no quieran ingresar capitales al país.

En caso de que no se hubiera introducido esta restricción, la cuenta capital seguramente hubiera seguido con la tendencia decreciente de los últimos años.

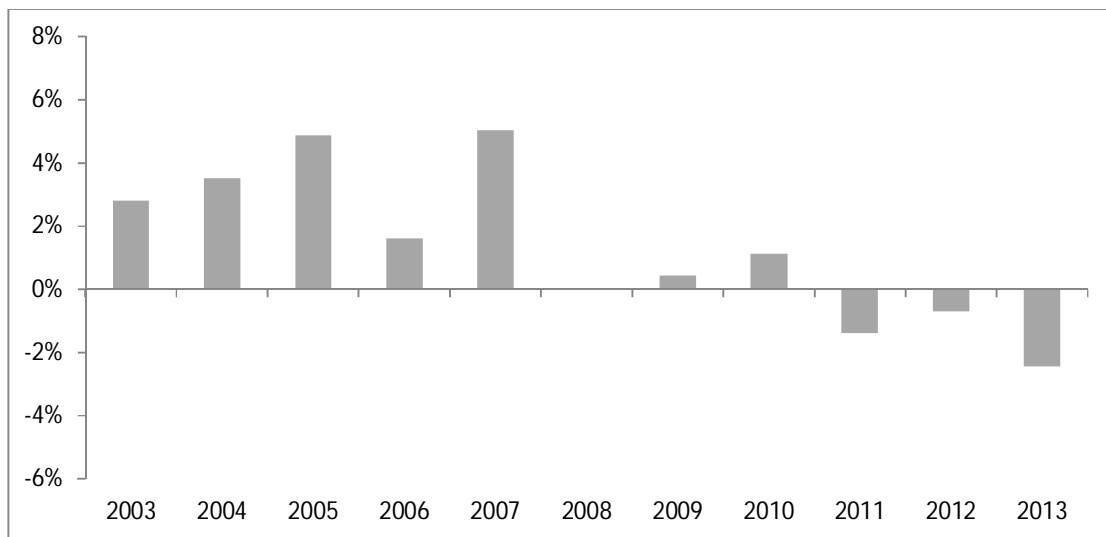
GRÁFICO 40: CUENTA CAPITAL. ARGENTINA (%PBI)



Fuente: BCRA.

Esto es una nueva fuente de problemas para el sector externo, ya que, al ser la suma de la cuenta corriente y la cuenta capital negativas, necesariamente las reservas internacionales del Banco Central disminuirán. Desde 2011 hasta 2013, entonces, han caído constantemente. Esta situación obviamente no se puede mantener a lo largo de los años dado que estos activos son limitados.

GRÁFICO 41: CUENTA CAPITAL + CUENTA CORRIENTE. ARGENTINA (%PBI)



Fuente: BCRA.

3- AUSTRALIA

Para comenzar este capítulo haremos un breve resumen del gran debate que hubo en Australia acerca de la conveniencia o no de permitir déficits de cuenta corriente durante un periodo relativamente prolongado de tiempo.

A- DEBATE SOBRE LOS DÉFICITS DE CUENTA CORRIENTE AUSTRALIANOS⁵

Desde comienzos de la década del 70 hasta 1983, con el régimen cambiario de tipo de cambio fijo y luego de flotación sucia, los déficits de cuenta corriente fueron un motivo de preocupación de la política económica dado que los mismos no alcanzaban a ser financiados por entradas de capitales, por lo tanto debían serlo a través de la pérdida de reservas. Hacia finales del año 1983, estas presiones llevaron a la apertura total de capitales y a un tipo de cambio flexible. Estas dos cosas unidas, hicieron que los agentes económicos extranjeros desearan invertir en Australia y que la cuenta corriente se ajustara para absorber estos capitales.

La idea de que la política económica podía y debía interferir para influir en los niveles de déficits de cuenta corriente y la acumulación de pasivos externos persistió incluso después de la introducción del nuevo régimen cambiario. De hecho, con el rápido aumento de los pasivos con el resto del mundo, la preocupación por los grandes déficits creció debido a que los responsables de la política económica no podían seguir dependiendo de los controles de capital para detener el

⁵ Economic Research Department, Reserve Bank of Australia. Research Discussion Paper 2007-02

empeoramiento de la cuenta corriente. Se consolidaron las cuentas fiscales y se hicieron reformas estructurales con el objetivo de mejorar la competitividad. Pero, a pesar de esto, no se mejoraron los resultados de cuenta corriente. También, se esperaba que la política monetaria influyera en dichos déficits.

Pero a partir de finales de la década de los 80, muchos académicos comenzaron a argumentar que el estado no debía hacer nada por influir en lo que ellos consideraban el resultado neto de decisiones óptimas de ahorro e inversión tomadas por agentes racionales privados, por lo que ningún resultado de cuenta corriente debía ser un motivo para preocuparse, ya que después de todo, un déficit (siempre que sea gran parte proveniente del sector privado) significa familias que prefieren consumir ahora a costa del consumo futuro y empresas que aprovechan las ventajas de la inversión rentable. Incluso dentro del RBA (Reserve Bank of Australia) comenzó un debate acerca de si el resultado de cuenta corriente debía o no ser un objetivo explícito. La teoría de los "adultos responsables" comenzó a ser adoptada de a poco por los responsables de la política económica australiana. Actualmente, existe un gran consenso en que el déficit de cuenta corriente no debe ser un objetivo de política económica, incluso que no debe ser tomado como un indicador de vulnerabilidad.

Algo importante para que se den estos resultados es que el sector público fue superavitario por muchos años en el periodo anterior a la crisis financiera internacional, por lo que no se ha tenido necesidades de endeudamiento. Por lo tanto, los resultados de la cuenta corriente fueron, prácticamente en su totalidad, resultados del sector privado.

Obviamente, hay quienes no piensan que la "teoría de los adultos responsables" sea correcta. Quienes sostienen esto, se basan en tres argumentos: primero, los agentes económicos no siempre están en condiciones de tomar decisiones racionales dado que existen distorsiones y externalidades; segundo, la decisión de un agente económico que aumente la deuda externa puede repercutir en otros deudores del país si se aumenta la prima de riesgo del país como un todo; por último, puede haber un cambio abrupto en la confianza de inversores extranjeros que puede acabar en un severo proceso de ajuste.

Si bien estos argumentos tienen elementos válidos, el rol de la política económica debería ser eliminar las distorsiones para que los agentes puedan tomar las decisiones de manera racional y no intentar disminuir directamente los déficits.

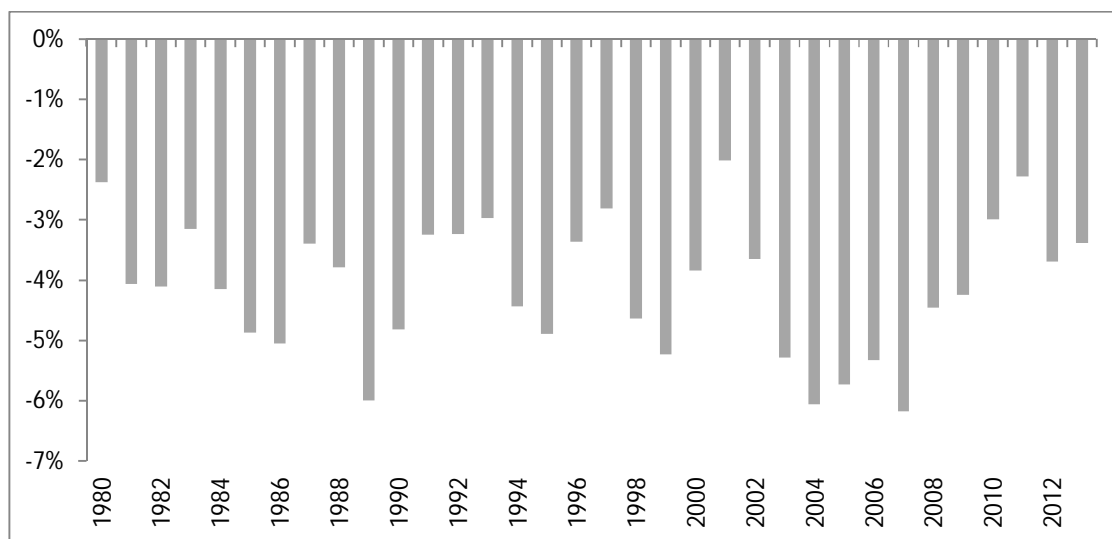
Por ahora, la historia de las últimas tres décadas le han dado la razón a quienes defienden la teoría de los "adultos responsables", ya que las inversiones del sector privado no han sufrido ningún

revés y todos los años existe una gran entrada neta de capitales. Esto también es debido a que Australia tiene ciertas características que hacen que dichos inversores confíen en este país: un gobierno estable; políticas monetarias y fiscales creíbles y sostenibles; un sistema financiero sólido, basado en una eficiente regulación y supervisión; marco legal y contable efectivo; mercados transparentes y abiertos; y por último, la capacidad de adquirir deuda externa denominada en dólares australianos, que hace menos vulnerables a los deudores a las variaciones en el tipo de cambio.

B- ANÁLISIS DEL BALANCE DE PAGOS

Como vimos anteriormente, la cuenta corriente australiana es un caso interesante de estudio que ha sido el foco de interés de políticos y académicos durante muchos años, ya que la misma ha sido deficitaria desde el año 1973, pero no se ha sufrido ninguna crisis, sino que ha sucedido lo contrario: los inversores cada vez depositan más confianza en este país.

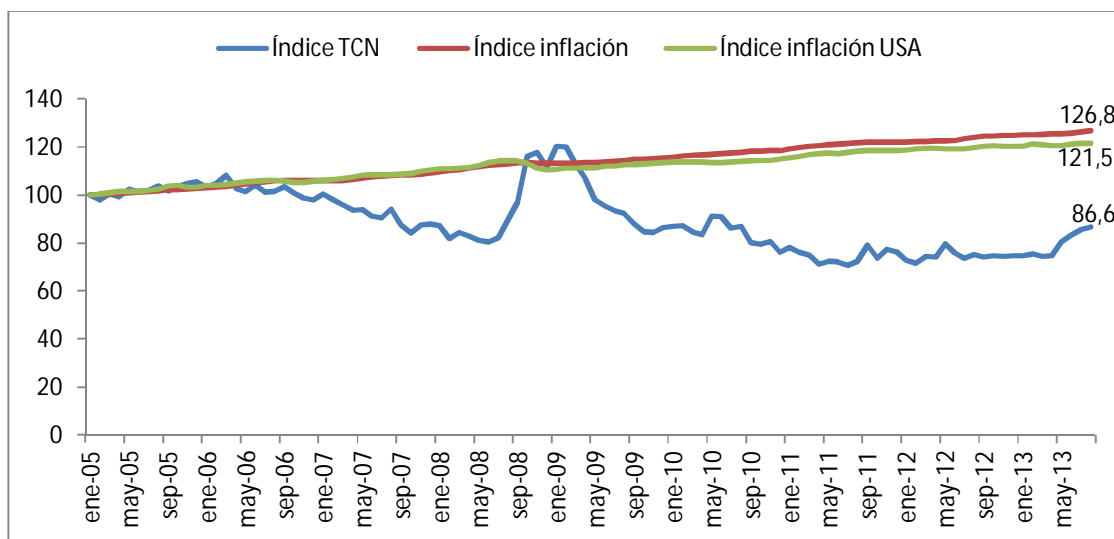
GRÁFICO 42: CUENTA CORRIENTE. AUSTRALIA (%PBI)



Fuente: ABS.

En Australia, en los últimos años, ha habido una apreciación real de la moneda (aunque no de grandes magnitudes) debido casi exclusivamente a una apreciación nominal de la misma, causada por un mejoramiento en los términos de intercambio, junto con las grandes entradas de capitales extranjeros. La inflación australiana es muy similar a la de Estados Unidos, por lo tanto, se anulan causando un efecto prácticamente nulo sobre el tipo de cambio real.

GRÁFICO 43: COMPONENTES DEL TIPO DE CAMBIO REAL. AUSTRALIA (BASE 100 = ENERO 2005)



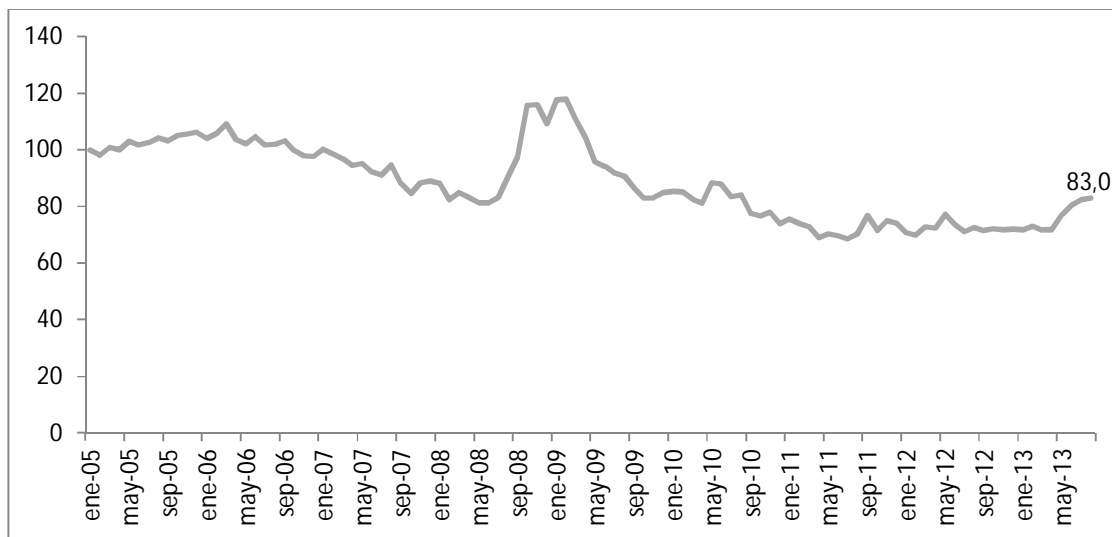
Fuente: RBA y Bureau of Labor Statistics.

Se observa una gran volatilidad en el tipo de cambio nominal debido al régimen de tipo de cambio flexible, sin embargo, las apreciaciones del dólar australiano, con el tiempo, han sido mayores que las depreciaciones y el tipo de cambio (tanto el real como el nominal) ha caído en los últimos años⁶.

En el siguiente gráfico podemos observar un índice de tipo de cambio real con base 100 en enero de 2005 que nos muestra como la moneda australiana se ha apreciado en los últimos años (con excepción del periodo de la crisis mundial), pero se ha mantenido relativamente estable desde mediados de 2009.

⁶ La fuerte depreciación observada en los años 2008 y 2009 se debe a la crisis financiera internacional, como consecuencia de que los capitales salieron de casi todos los países del mundo y fueron en busca de dólares (flight to quality) apreciando así el dólar contra el resto de las monedas del mundo.

GRÁFICO 44: ÍNDICE DE TIPO DE CAMBIO REAL. AUSTRALIA (BASE 100 = ENERO 2005)



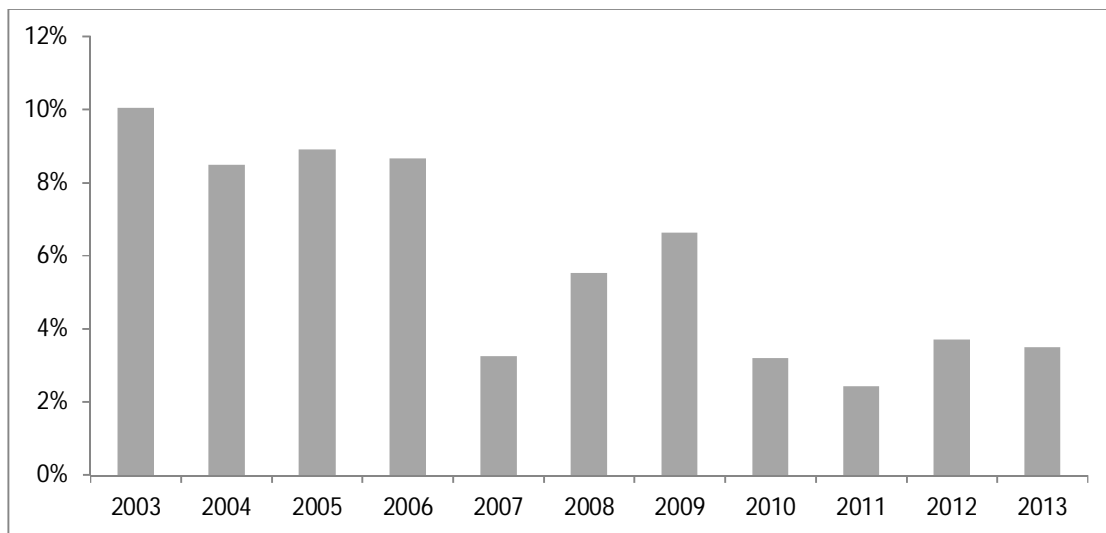
Fuente: RBA y Bureau of Labor Statistics.

Si bien esta apreciación es un motivo para que se mantenga la tendencia deficitaria, los grandes déficits históricos nombrados anteriormente son atribuidos principalmente al exceso de inversión sobre ahorro nacional. Por este motivo, se requiere de ahorro extranjero, y por lo tanto, entran capitales⁷ y eso se ve en una cuenta capital positiva.

La suma de la Cuenta Capital y la Cuenta Corriente, durante los últimos años, ha sido ligeramente positiva (con la única excepción del año 2007 debido al comienzo crisis internacional). Esto nos dice que ha habido ligero aumento de reservas. Por lo tanto, el ahorro requerido para financiar los déficits de cuenta corriente fue provisto por capitales externos.

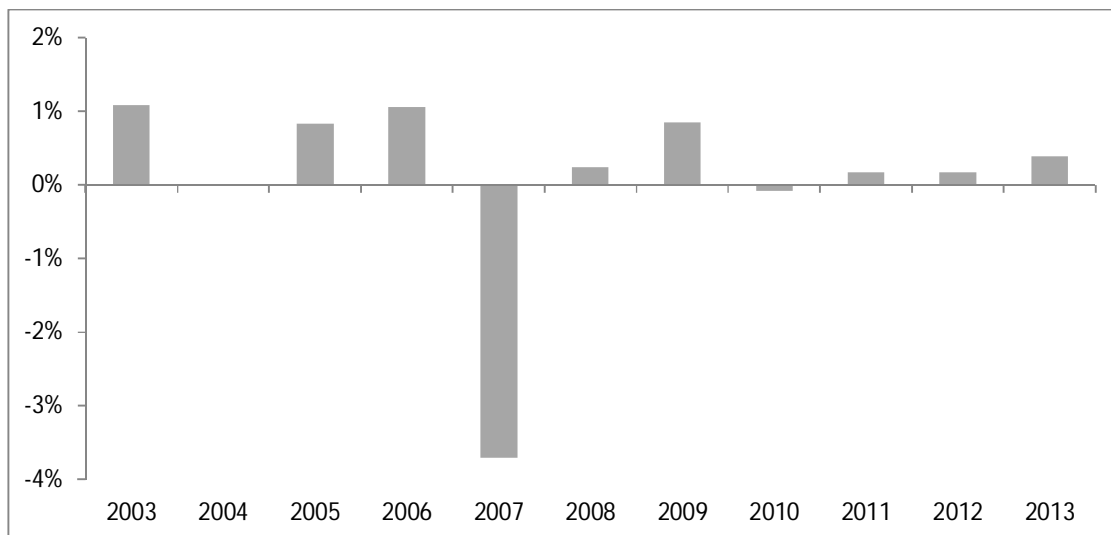
⁷ Para que ingresen capitales es fundamental la confianza en el país. Como se explico más arriba, Australia tiene algunas características que hace que los inversores internacionales confíen. Por eso no se esperan fugas de capitales que haga revertir el signo de la cuenta capital

GRÁFICO 45: CUENTA CAPITAL. AUSTRALIA (%PBI)



Fuente: ABS.

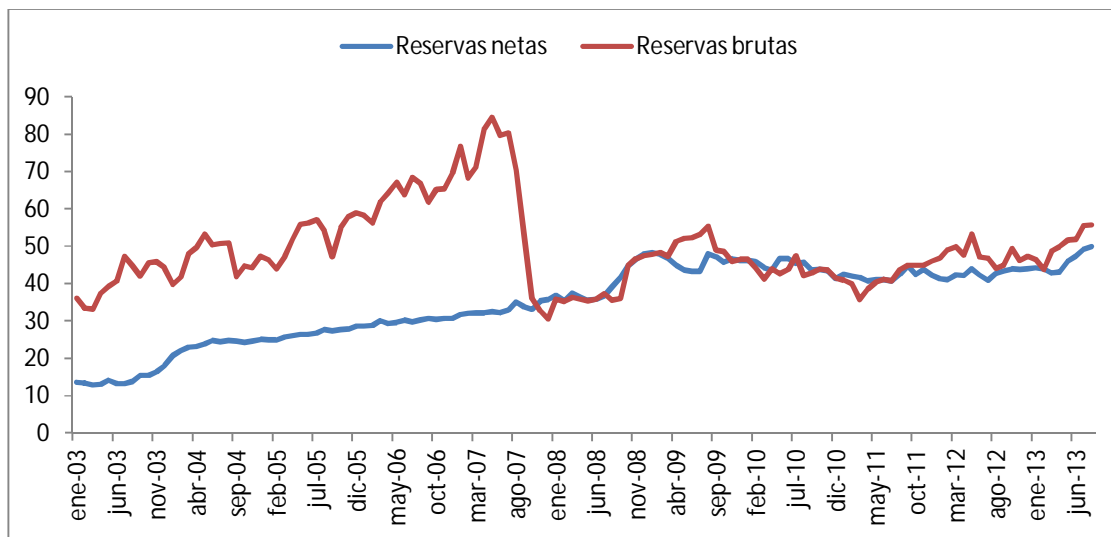
GRÁFICO 46: CUENTA CAPITAL + CUENTA CORRIENTE. AUSTRALIA (%PBI)



Fuente: ABS.

En cuanto a las reservas internacionales (netas), han venido aumentando constantemente a lo largo de los últimos años como se observa en el grafico siguiente:

GRÁFICO 47: RESERVAS DEL BANCO CENTRAL. AUSTRALIA (MILES DE MILLONES DE \$A)



Fuente: RBA.

La gran diferencia que se observaba hasta el año 2007 entre las reservas netas y las brutas se debe a que hasta el año 2006, el gobierno nacional y sus agencias tenían grandes depósitos en el Banco Central. En 2007, estos depósitos disminuyen en más de 40.000 millones de dólares australianos y eso explica que las reservas netas sean, a partir de ese momento, similares a las brutas.

El nivel de reservas con respecto al PBI se ha ubicado entre el 3 y 4% durante la última década. Este no es un motivo de preocupación para el gobierno por diversos motivos:

- En los reportes del Banco Central explica que: *el Banco Central mantiene el mínimo de reservas necesarias para alcanzar los requerimientos de política económica*⁸. Por lo tanto, se ve claramente que una gran acumulación de reservas no es un objetivo de política.
- El tipo de cambio es totalmente flexible, y las intervenciones son sólo en momentos de estrés en el mercado de divisas. En este caso, el Banco puede elegir financiar estos flujos, temporalmente, con reservas que luego serán restablecidas una vez que las condiciones hayan vuelto a la normalidad. La última vez que esto ocurrió fue en el año 2008.
- La deuda externa no es pagada con reservas internacionales, si no que la deuda privada se paga con los retornos obtenidos de las inversiones y la deuda pública con los superávits obtenidos por el gobierno. En ambos casos, las divisas para pagar la deuda denominada en moneda extranjera será obtenida en el mercado de cambios y no en el Banco Central.

⁸ Paper No. 1: Budget Strategy and Outlook 2013-14

4- CONCLUSIONES

- ✓ La alta inflación en la Argentina, que pareciera ser que cada vez será más alta, pone en dificultades el sector externo a finales de 2013, ya que la moneda está muy apreciada en términos reales y se ha perdido competitividad.
- ✓ En Australia, la moneda se ha apreciado también, aunque en una magnitud muy inferior a la de Argentina. Pero las causas son muy distintas, en este caso podemos atribuirla a una leve tendencia a la apreciación nominal del dólar australiano, provocada por un aumento de los términos de intercambio.
- ✓ En Argentina, que la cuenta corriente sea negativa por unos años es un motivo de preocupación porque se desconfía en el país y las condiciones no están dadas para que estos déficits sean financiados con ahorro externo (se ve claramente observando la cuenta capital negativa en los últimos años, a pesar del cepo cambiario). Entonces, si tanto la cuenta capital como la cuenta corriente son negativas, la única manera de sostener esta situación es con reservas internacionales. Esta situación claramente no se puede mantener a lo largo de los años y algún tipo de ajuste será necesario.
- ✓ En Australia, después de años de debate, se llegó al consenso de que los déficits de cuenta corriente que se repiten año tras años podrían no ser un motivo de preocupación, siempre y cuando, se mantengan condiciones desde el gobierno para que los inversores privados puedan hacer pago de la deuda en la que incurren al financiarse con ahorro extranjero. Mientras que estos últimos continúen depositando confianza en el país, la cuenta financiera positiva compensará a la cuenta corriente negativa y no se utilizaran reservas del Banco Central.
- ✓ Las reservas internacionales de Argentina tienen distintos usos, que hacen que esta variable sea un objetivo explícito de política económica: se utilizarán para pagar la deuda pública externa, se usan en el mercado de divisas para sostener el tipo de cambio administrado y así, evitar una mayor depreciación nominal del peso.
- ✓ En cuanto a las reservas australianas, claramente no son una variable objetivo porque el sistema cambiario vigente hace treinta años es de tipo de cambio flexible y no se utilizan reservas para intervenir en el mercado, salvo en situaciones excepcionales como fue la crisis mundial en los años 2007 y 2008. Además, la deuda externa del sector público se pagará con superávits fiscales y no con activos del Banco Central. Por estos motivos, una relación baja Reservas/PBI no preocupa ya que el uso que se les da a estas reservas es muy limitado.
- ✓ El cepo cambiario en la Argentina funcionó para limitar la demanda de divisas por motivos especulativos; frenó la salida de capitales, evitando que sea aún mayor; y mantuvo positivo el

saldo comercial. Pero no sirvió para contener la inflación, por lo tanto, la moneda seguirá con la apreciación real y cada vez se tendría que extender el control de capitales (situación que a largo plazo es insostenible).

CONCLUSIONES FINALES

Recordemos que el objetivo principal del trabajo es encontrar diferencias entre los sectores externos argentino y australiano que justifiquen por qué se percibía, durante el año 2013, que Argentina tenía desajustes en dicho sector y Australia no.

Pareciera ser que los indicadores mostrados en las declaraciones de Cristina Fernández fueron insuficientes para hacer un análisis completo de los sectores externos, ya que para esto se debería hacer un análisis para un periodo de tiempo superior a un año. Además, a la hora de comparar ambos países habría que tener en cuenta otras variables tales como: el régimen cambiario, la inflación, la presión tributaria, la historia y composición de la deuda externa, etc.

Haciendo un análisis separado de cada sector hemos observado que, al año 2013, existían grandes diferencias económicas entre ambos países que justifican que los analistas financieros y economistas vieran que las “cuentas externas no cerraban”, mientras que en Australia no se pensaba lo mismo. Por lo tanto, los hechos nos demuestran que esta desconfianza no se debió a especuladores en contra de la Argentina ni a conductas irracionales de los agentes económicos, sino más bien se puede atribuir a agentes económicos racionales con fundamentos adecuados.

Las principales diferencias, entre ambos países a finales de 2013, que nos conducen a estas conclusiones son:

1- ARGENTINA

- ✓ El déficit fiscal parecía muy difícil de revertir sin incurrir en grandes recortes del gasto público, esto se debe a que no se puede aumentar más la presión tributaria. La única opción que parece viable para financiar estos gastos era la emisión monetaria, dado que el país tiene cortado el endeudamiento externo.
- ✓ Debido a esta monetización del déficit fiscal, la base monetaria comenzó a crecer a grandes tasas. Consecuentemente, la inflación también lo hizo, pero el tipo de cambio se mantuvo relativamente estable, debido a las constantes intervenciones del Banco Central. Esto provocó

un atraso cambiario que incentivó las importaciones y desincentivó las exportaciones. Tendiendo a revertir el signo de la cuenta corriente.

- ✓ El cociente base monetaria/reservas creció exponencialmente, presionando a la suba el tipo de cambio. Pero, como se dijo, la autoridad monetaria no permitió que esto sucediera. Aquí se mostró un desajuste que acabó en el cepo cambiario, que limitó fuertemente la compra de dólares y las importaciones, generándose una suba en la demanda de divisas que se vio satisfecha en un mercado paralelo, que pareciera reflejar mejor el tipo de cambio de equilibrio que el precio oficial.
- ✓ Dados los altos rendimientos que se obtenían con las monedas extranjeras, comparados con los de la moneda nacional, aumentó aún más la demanda de divisas complicando aún más el panorama externo.
- ✓ Las reservas internacionales, caían a grandes tasas, por lo que la situación era insostenible en el tiempo, las mismas se utilizaban principalmente para: sostener el tipo de cambio a través de un sistema crawling peg con pequeñas devaluaciones, dado que la cuenta capital más la cuenta corriente eran negativas, esto se volvió una clara fuente de pérdida de divisas para el Banco Central pagar altos niveles de deuda externa; el otro uso era el pago de deuda externa con activos del Banco Central, esto también era una fuente de pérdidas, ya que se acercaban vencimientos de deuda y la posibilidad de nuevas reestructuraciones no parecía una opción.
- ✓ La deuda externa argentina, que el gobierno se comprometió a pagar con reservas, es en gran parte deuda pública y además, casi en su totalidad expresada en moneda extranjera.

Todo esto en su conjunto llevó a que la situación ya a finales de 2013 fuera insostenible y se veía que inminentemente se deberían tomar medidas tendientes a cambiarla, ya que no ser así en poco tiempo no quedarían más reservas internacionales para hacer frente a las obligaciones del país ni para respaldar la moneda local, con las ya conocidas consecuencias que esto implica.

2- AUSTRALIA

- ✓ Australia presentó déficits fiscales desde el año 2008. Esto se debió a que, por la crisis mundial, los ingresos fiscales cayeron, pero con la recuperación de la economía se esperan que crezcan nuevamente y, dado que los presupuestos en ese país se realizan con muchos años de anticipación y luego se ajusta a lo proyectado. Ya se sabe que, en 2016 ya se presentarán superávits fiscales. El pilar fundamental para poder hacer esto es la credibilidad que tiene el

- gobierno de ese país, entonces los agentes económicos esperan que la deuda externa pública en la que se incurrió durante los años de déficits fiscal, sea pagada con superávits fiscales.
- ✓ Cabe aclarar que todos los déficits que tenga el gobierno son financiados con endeudamiento y en ningún caso con emisión monetaria. por otro lado, esta deuda se pagará con posteriores superávits y no con reservas internacionales.
 - ✓ La política monetaria tiene como principal objetivo, desde 1993, que la inflación sea entre 2% y 3%, en promedio a largo plazo. Esto, junto con el régimen de tipo de cambio flexible nos aseguran que el tipo de cambio no se atrase y que el mismo refleje un valor de equilibrio. Claramente podemos verlo en el movimiento conjunto que tiene el tipo de cambio nominal con el cociente base monetaria/reservas.
 - ✓ Si bien la cuenta corriente ha sido negativa por décadas, esto no se atribuye a un atraso cambiario sino más bien a un exceso de inversión sobre ahorro nacional que nos llevan necesariamente a tener que financiar esta inversión. Dada la confianza que depositan los inversores en este (en gran parte por la credibilidad que tiene el gobierno), el financiamiento viene en forma de inversión extranjera directa y el endeudamiento externo en el que incurre el sector privado se espera que sea pagado con los altos rendimientos esperados de dichas inversiones.
 - ✓ En cuanto a la deuda externa, al ser la mayoría proveniente del sector privado y, dado que el gobierno ofrece un marco institucional y una política económica consistente para que los inversores obtengan los rendimientos esperados, esta no representa un problema del cual preocuparse. Hay que tener en cuenta que gran parte de la deuda está contraída en dólares australianos, por lo que esto aísla los efectos de la volatilidad en el tipo de cambio típica de un sistema de flotación limpia.
 - ✓ Las reservas internacionales de la autoridad monetaria no parecen ser una variable objetivo de la autoridad monetaria, ya que las mismas no son utilizadas para pagar deuda externa del gobierno ni para mantener un tipo de cambio administrado.
 - ✓ Los depósitos en moneda nacional han sido, por mucho tiempo, más rentables que mantener moneda extranjera, por lo que, no se demandan divisas para atesoramiento.

BIBLIOGRAFÍA

AUSTRALIA. BUDGET (2013-2014), *Budget Paper No. 1: Budget Strategy and Outlook 2013-14*.

DORNBUSCH Rudiger, (1993), *"La macroeconomía de una economía abierta"*. Barcelona: Antoni Bosch.

FERRERES, O.J. (2010), *"Dos siglos de economía argentina 1810-2010, Edición Bicentenario"*, Argentina: El Ateneo.

FRENKEL Roberto, (2010), *"Los desbalances globales: una visión desde los países en desarrollo"*, (Lectura N° 55), Iniciativa para la Transparencia Financiera.

GANDOLFO Giancarlo, (1995), *"International Economics II"*, 2ª edición, Berlin: Springer Verlag.

LARA DE RICCI, M-I. y TRAPE, A., (2005) *"Objetivos, instrumentos y eficacia de la política monetaria"*, Serie de Cuadernos N° 278, Facultad de Ciencias económicas, U.N.Cuyo.

MÜLLER Alberto, (2013), *"Default y reestructuración: ¿Cuál fue la real quita de la deuda pública argentina?"*, Buenos Aires: Centro de Estudios de la Situación y Perspectivas de la Argentina, Facultad de Ciencias económicas, Universidad de Buenos Aires.

PÁGINAS WEB CONSULTADAS

Australian Bureau of Statistics, <http://www.abs.gov.au/>

Bureau of Labor Statistics USA, <http://www.bls.gov/>

Dirección Provincial de Estadísticas y Censos de la Provincia de San Luis,
<http://www.estadistica.sanluis.gov.ar/>

Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC), <http://www.indec.mecon.ar/>

Ministerio de finanzas y economía de la Nación Argentina, <http://www.mecon.gov.ar/>

Reserve Bank of Australia, <http://www.rba.gov.au/>

<http://www.ambito.com/>

<http://www.infobae.com/2013/12/03/1528054-la-evolucion-del-cepo-al-dolar-2011>

<http://www.infobae.com/2012/09/03/668432-paso-paso-como-avanza-el-cepo-al-dolar>

<http://www.infobae.com/2013/11/01/1520551-el-recargo-las-compras-dolares-tarjeta-no-sufriria-actualizaciones-el-verano>

<https://twitter.com/CFKArgentina>

<http://www.youtube.com/watch?v=kuKVR5dScqg>

Declaración Jurada Resolución 212/99-CD

“El autor de este trabajo declara que fue elaborado sin utilizar ningún otro material que no haya dado a conocer en las referencias, que nunca fue presentado para su evaluación en carreras universitarias y que no transgredí o afecta derecho de terceros”

Apellido y Nombre	Mendoza, N° Registro	Firma
Bou Quibar Augusto Javier	26048	