

Tel: (011) 4393-0375  
[info@ieral.org](mailto:info@ieral.org)

Dirección General:  
Gabriel A. Sánchez  
Nadín F. Argañaraz

Investigadores:

Argentina:  
Jorge Vasconcelos  
Inés Butler  
Paula Nahiriñak  
Joaquín Berro Madero  
Guadalupe Gonzalez  
Belisario Alvarez de Toledo

Internacional:  
Jorge Vasconcelos  
Eliana Miranda

En Foco 1 y 2:  
Guadalupe Gonzalez

Edición y  
compaginación:  
Karina Lignola

[www.ieral.org](http://www.ieral.org)

<b><u>Editorial:</u></b>	<b>La fuga de capitales habría restado 2,5 puntos del PIB a la expansión de la demanda agregada en los últimos doce meses</b>	1
	<ul style="list-style-type: none"><li>• El Balance Cambiario del BCRA suma un resultado negativo del sector privado de 15,8 mil millones de dólares en los últimos doce meses</li><li>• Sin embargo, la Cuenta Capital y Financiera del Balance de Pagos arrojaría un saldo negativo de 7,2 mil millones de dólares para el sector privado</li><li>• Es clave que existan instrumentos de ahorro local para canalizar fondos hacia la inversión reproductiva</li></ul>	
<b><u>En Foco 1:</u></b>	<b>El Big Mac refleja que se está agotando el “colchón cambiario” surgido con la devaluación de 2002</b>	4
	<ul style="list-style-type: none"><li>• El Big Mac en Argentina cuesta US\$3,64 contra US\$3,57 en Estados Unidos</li><li>• En los últimos doce meses, el precio de la hamburguesa en la Argentina sufrió una “inflación en dólares” de 36,3%</li><li>• En los últimos diez años, el precio del Big Mac en dólares subió 45,6% en Argentina, mientras que en Brasil lo hizo un 73,9%</li></ul>	
<b><u>En Foco 2:</u></b>	<b>El saldo comercial se achica a un ritmo del 6% anual y acumula US\$10,8 mil millones/año</b>	8
	<ul style="list-style-type: none"><li>• Las exportaciones crecen al 30% anual en los últimos doce meses, apoyadas en los precios internacionales</li><li>• Las importaciones de combustibles aumentaron 161% interanual en el bimestre Mayo-Junio</li><li>• Las importaciones de bienes de capital, que crecían al 36% interanual pasaron al 25% en el último bimestre</li></ul>	

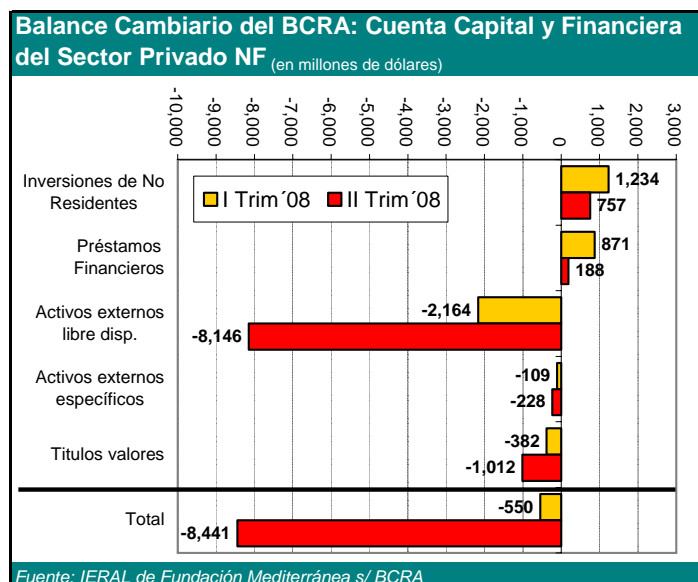
## Editorial

### La fuga de capitales habría restado 2,5 puntos del PIB a la expansión de la demanda agregada en los últimos doce meses

- El Balance Cambiario del BCRA suma un resultado negativo del sector privado de 15,8 mil millones de dólares en los últimos doce meses
- Sin embargo, la Cuenta Capital y Financiera del Balance de Pagos arrojaría un saldo negativo de 7,2 mil millones de dólares para el sector privado
- Es clave que existan instrumentos de ahorro local para canalizar fondos hacia la inversión reproductiva

En el segundo trimestre del año el Balance Cambiario del BCRA refleja que se acentuó la salida de capitales: la compra de activos extranjeros sumó US\$ 8.146 millones y el resultado neto del sector privado no financiero en el trimestre fue negativo en US\$ 8.441 millones. El gráfico adjunto muestra esta profundización. Si se toma un período de doce meses se tiene que el resultado neto para el sector privado no financiero fue negativo en US\$ 15.798 millones. De todos modos el guarismo relevante desde el punto de vista de la demanda agregada es el del Balance de Pagos del Ministerio de Economía y si bien no se conoce el dato del segundo trimestre puede estimarse que para los últimos doce meses el saldo neto negativo de este concepto fue de US\$ 7.222 millones.

Es sabido que la fuga de capitales es un fenómeno que implica que parte de los ahorros generados internamente, en lugar de reinvertirse en empresas e infraestructura local, se canalicen hacia activos externos que financian a gobiernos o empresas extranjeras. El fenómeno de la fuga de capitales implica un



lastre para la expansión de la demanda agregada. En la actual coyuntura, dada la inercia positiva que traía el nivel de actividad y el hecho de que la economía estaba creciendo por encima de su potencial, el impacto de la fuga de capitales es menos visible en cuanto a su significado sobre la economía real. Es más, hay quienes pueden llegar a verlo como un fenómeno positivo porque, al frenar la demanda agregada, puede moderar también la tasa de inflación.

Sin embargo, un efecto semejante sobre la inflación se puede lograr canalizando esos capitales no hacia el exterior sino hacia instrumentos de ahorro de mediano y largo plazo en el mercado financiero y de capitales local. No obstante, la incertidumbre y la inflación están carcomiendo los rendimientos nominales y afectando la evolución de los depósitos bancarios; adicionalmente la controversia por el IPC limita la demanda de bonos indexados y el aumento del riesgo país sumado a la merma en la rentabilidad de las firmas afecta las cotizaciones bursátiles. Es decir, son muy pocos los canales que quedan "abiertos" para encausar el destino de estos capitales. El único conducto más o menos activo es el de ahorro/inversión inmobiliario, aunque los últimos datos reflejan un amesetamiento en la actividad del sector.

Ahora bien, los movimientos de la cuenta capital y financiera del sector privado en el Balance Cambiario del BCRA nos dan una idea parcial de la fuga de capitales, ya que se omiten allí algunas otras variables que podrían estar contrarrestando el efecto. En este sentido, una cuenta que realmente describe los movimientos de capitales del sector con mayor exactitud es la cuenta financiera del sector privado pero del Balance de Pagos que realiza el Ministerio de Economía. En este concepto además de la compra de activos externos se incluyen otras operaciones tales como cancelación y desembolsos de créditos externos, inversión directa, etc. Los datos disponibles hasta el momento permitirían suponer o estimar una fuga neta de capitales cercana a los US\$ 7.222 millones en los últimos doce meses, lo que significa aproximadamente 2,5 puntos del PIB, una cifra con impacto en la evolución de la demanda agregada. Dicha estimación, refleja dos shocks negativos: el primero de origen externo (crisis subprime en el tercer trimestre de 2007) y el segundo de origen interno (segundo trimestre de 2008) con la evolución del conflicto con el campo.

### **Fuga de capitales, variación de reservas y tipo de cambio real**

en millones de dólares

	Cuenta Capital y Fciera. (Sector Privado NF)	Variación de Reservas	Nivel del TCR respecto del prom 15 años**
2001	↓ 13.798	↓ 12.083	+ 26.5%
2008*	↓ 7.222	↑ 3.021	- 19.1%

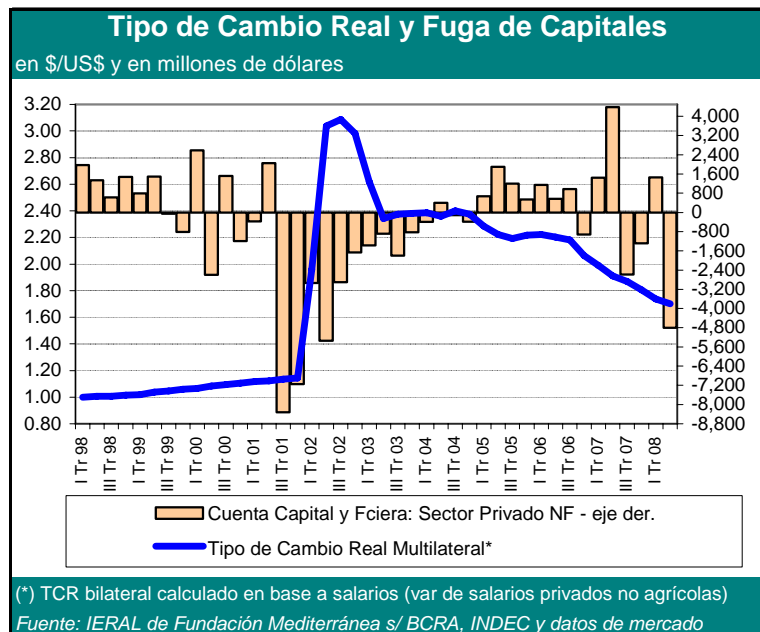
(\*) estimado en base a segundo semestre de 2007 y primer semestre de 2008

(\*\*) donde "+" significa sobrevaluación y "-" subvaluación

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ BCRA, INDEC

Obsérvese, a modo de comparación, que la fuga de capitales de 2001 alcanzó los US\$ 13.798 millones. Vale aclarar que existen diferencias entre una época y otra. El desequilibrio externo de aquel entonces alentaba las expectativas devaluatorias. El déficit fiscal y los vencimientos de la deuda generaban perspectivas de default. Parte de la explicación recae sobre el tipo de cambio real (TCR): en 2001 el TCR estaba un 26,5% sobrevaluado respecto del promedio de los últimos quince años, de allí las presiones devaluatorias. En este contexto, en aquel año de crisis la variable de ajuste fueron las Reservas del Banco Central, que se redujeron en US\$ 12.083 millones alimentando nuevamente las expectativas devaluatorias y de default. A diferencia de esa época, y a pesar de la fuerte fuga de capitales, las Reservas del Banco Central han crecido US\$ 3.021 millones en los últimos doce meses. Adicionalmente, este el incentivo de un “dólar barato” como el existente en 2001 todavía no es tan claro porque el peso estaría actualmente subvaluado un 19,1% respecto del promedio de quince años. Sin embargo, el comportamiento de estos ítems del Balance de Pagos está reflejando la percepción de desequilibrios en la economía que sin duda deben corregirse.

El segundo gráfico muestra este fenómeno con mayor claridad: como se dijo más arriba, en 2001 se registró una fuerte salida neta de capitales del sector privado no financiero de US\$ 13.798 millones. Luego, los movimientos de fuga fueron amenguando hasta tornarse positivos en 2005. Con todo, en los últimos doce meses se observa que la fuga de divisas podría estar alcanzando los US\$ 7.222 millones a raíz de las turbulencias financieras internacionales y el conflicto con el campo.



## En Foco 1

### El Big Mac refleja que se está agotando el “colchón cambiario” surgido con la devaluación de 2002

- El Big Mac en Argentina cuesta US\$3,64 contra US\$3,57 en Estados Unidos
- En los últimos doce meses, el precio de la hamburguesa en la Argentina sufrió una “inflación en dólares” de 36,3%
- En los últimos diez años, el precio del Big Mac en dólares subió 45,6% en Argentina, mientras que en Brasil lo hizo un 73,9%

Un Big Mac en la Argentina cuesta US\$3,64, siete centavos más caro que en Estados Unidos. Además, su precio sufrió una “inflación en dólares” de 36,3% en los últimos doce meses. Así, si tomamos al Big Mac como un indicador de tipo de cambio real de equilibrio, en un año la moneda argentina pasó de estar subvaluada en 22% a estar sobrevaluada en un 2%.

El índice Big Mac se basa en la teoría de la paridad del poder adquisitivo (PPA), es decir, en el concepto de que un dólar debe comprar la misma cantidad de bienes o servicios en todos los países. En este caso se analiza una canasta compuesta por un sólo bien que se vende globalmente: la hamburguesa Big Mac, y se toma como base su precio en Estados Unidos.

Según el último dato publicado por The Economist el 24 de Julio del corriente año, una hamburguesa Big Mac cuesta en la Argentina \$11 o su equivalente en dólares, US\$3,64, mientras que en Estados Unidos cuesta US\$3,57. No sólo es un 2% más cara que en Estados Unidos, sino que además es un 36,3% más cara que hace un año atrás, donde un Big Mac en Argentina costaba US\$2,67.

Esta elevada inflación en dólares se observa en la mayoría de los países de América Latina, a excepción de Chile, donde el precio de la hamburguesa apenas aumentó 5,4% en los últimos

#### Inflación en dólares

Precio del Big Mac en dólares

	Var %. 2008 vs. 2007
Rep. Checa	81.7
Hungría	39.3
Polonia	37.5
Argentina	36.3
Brasil	31.0
Zona euro	28.1
China	26.2
Turquía	18.0
Japón	14.4
Chile	5.4
Estados Unidos	4.7

Fuente: IERAL en base a The Economist

doce meses. Sin embargo, mantienen cierta competitividad si se los compara con la inflación en dólares en los países emergentes de la zona del euro. El ranking está liderado por República Checa, con una inflación en dólares de 81,7% anual con respecto a 2007, seguido por Hungría y Polonia con una inflación de 39,3% y 37,5% respectivamente. A mitad de tabla se encuentra China, con un 26,2%.

### Sub y sobre valuación de las monedas

De esta forma se tiene que el tipo de cambio en la Argentina que iguala el precio de la hamburguesa con los EEUU es de 3,08 \$/US\$, lo que implica una sobrevaluación del peso de 2%. Si se compara a la Argentina con países desarrollados o con otros emergentes, el país se encuentra a mitad de tabla. Casos en los que la moneda está sobrevaluada, podemos nombrar en primer lugar a Brasil, donde el Big Mac cuesta US\$4,73 y la paridad dólar/real se encontraría un 32% por debajo de su valor de mercado. Es decir, para la paridad dólar/real, el Big Mac estaría indicando un tipo de cambio de equilibrio de 2,10 en lugar del 1,58 actual. Lo sigue Hungría, donde la hamburguesa cuesta US\$4,64 y el tipo de cambio está sobrevaluado en 30%. En República Checa y Turquía el tipo de cambio esta

#### El índice del Big Mac

24 de Julio de 2008

	Precio del Big Mac en dólares	Subvaluación (-) o sobrevaluación (+) de la moneda
Brasil	4.73	32%
Hungría	4.64	30%
Rep. Checa	4.56	28%
Turquía	4.32	21%
Argentina	3.64	2%
Polonia	3.45	-3%
Chile	3.13	-12%
China	1.83	-49%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a The Economist

sobrevaluado en 28% y 21% respectivamente. En el otro extremo se encuentra China, que sigue manteniendo su moneda subvaluada pese a la suba de 26,2% en dólares del Big Mac en los últimos doce meses. Allí, la hamburguesa cuesta US\$1,83 y según este indicador la moneda permanecería subvaluada en un 49%. Es decir, el índice Big Mac indica un tipo de cambio de equilibrio de 3,50 yuanes por dólar en lugar del 6,83 actual. Chile y Polonia también presentan monedas subvaluadas en 12% y 3% respectivamente.

### “Inflación Big Mac”

La inflación en Argentina, medida por el precio del Big Mac, ha sido muy significativa en los últimos diez años. En pesos, la hamburguesa subió 340% desde el año 1998, superando la

variación del tipo de cambio, que fue del orden del 203%. Así, el precio en dólares de la hamburguesa aumentó desde US\$2,50 antes de la devaluación a los actuales US\$3,64 (45,6% de inflación en dólares). Obsérvese que, pese a la devaluación del peso, entre 1998 y 2008 el precio en dólares del Big Mac subió más en la Argentina que en Estados Unidos. En cambio, en la comparación con Brasil, la competitividad cambiaria de Argentina pareciera mostrar cierta holgura, ya que en el vecino país la inflación en dólares de la hamburguesa fue 73,9%, pasando de US\$2,72 antes de su devaluación a US\$4,73 en 2008, como resultado de un aumento de 141,9% de la hamburguesa en moneda local.

### El precio del Big Mac

Var % 1998-2008

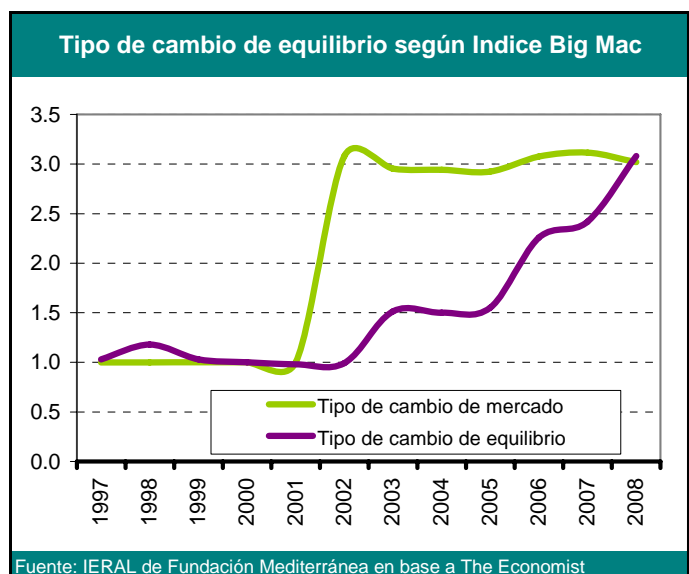
	En moneda local	En US\$
Estados Unidos	39.5%	39.5%
Argentina	340.0%	45.6%
Brasil	141.9%	73.9%

Fuente: IERAL en base a The Economist

### Tipo de cambio de equilibrio

Debido a la inflación en la Argentina y la devaluación del dólar en el mundo, Estados Unidos resulta más barato que Argentina según esta particular medición: una hamburguesa Big Mac en Estados Unidos cuesta US\$3,57 mientras que en Argentina cuesta US\$3,64. El tipo de cambio de equilibrio para Junio de 2008, es decir, aquel para el cual la hamburguesa cuesta lo mismo en dólares en ambos países, es \$3,08 por dólar. Como el valor de mercado fue tomado como \$3,02, de acuerdo al índice nuestra moneda esta sobrevaluada en 2%.

Siguiendo la serie del valor del Big Mac en pesos en Argentina y dólares en Estados Unidos, calculamos el tipo de cambio de equilibrio según el índice publicado por The Economist. Como puede observarse en el gráfico, el tipo de cambio de equilibrio es cada vez más alto, es decir que para que la hamburguesa Big Mac cueste lo mismo en Argentina que en Estados



Unidos, se necesita una paridad dólar/peso más alta. Antes de la devaluación, el tipo de cambio de equilibrio según este indicador era igual al de mercado. Mientras otros indicadores mostraban un tipo de cambio sobrevaluado, el indicador del Big Mac mostraba que se encontraba en equilibrio. En los años siguientes a la devaluación, el tipo de cambio de mercado superó ampliamente al de equilibrio, por lo que el peso se encontraba subvaluado, generando competitividad cambiaria a favor de los productos locales. Sin embargo, por primera vez después de la devaluación, el peso argentino pasó a estar sobrevaluado, aunque apenas un 2%. Según el Big Mac, entonces, el "colchón cambiario" se ha agotado. Si continuara la inercia inflacionaria y en los próximos doce meses el Big Mac en pesos registrara una suba de 25% a 30%, entonces estaríamos frente a dos posibles escenarios:

- Si el tipo de cambio nominal se mantuviera en torno a los niveles actuales, algo por encima de \$3, entonces este indicador denotaría una marcada sobrevaluación del peso.
- El segundo escenario estaría configurado por una mayor estabilidad del precio de la hamburguesa medido en dólares en la Argentina, pero esto, a su vez, implica dos posibilidades: la menos positiva es que el tipo de cambio se indexe con el Big Mac y la más positiva es que la inflación en la Argentina empiece a converger a niveles internacionales.

## En Foco 2

### El saldo comercial se achica a un ritmo del 6% anual y acumula US\$10,8 mil millones/año

- Las exportaciones crecen al 30% anual en los últimos doce meses, apoyadas en los precios internacionales
- Las importaciones de combustibles aumentaron 161% interanual en el bimestre Mayo-Junio
- Las importaciones de bienes de capital, que crecían al 36% interanual pasaron al 25% en el último bimestre

Las exportaciones continúan desacelerando su ritmo de crecimiento interanual, mientras que las importaciones crecen casi al doble. En el bimestre Mayo-Junio las ventas al exterior crecieron 24% interanual, mientras que las importaciones lo hicieron un 45%. Así, el saldo comercial se sigue deteriorando y en el bimestre cae 42% con respecto al mismo período del año anterior. Esto se da, a pesar del aumento en el precio de las materias primas, principalmente debido al conflicto con el campo que frenó las exportaciones de productos primarios y de manufacturas de origen agropecuario, pero también al problema energético que provocó un fuerte aumento de las importaciones de combustibles.

En el bimestre Mayo-Junio las exportaciones aumentaron 24,4%, 5,8 puntos porcentuales por debajo de la variación acumulada en los últimos doce meses. Esta suba se debe en gran parte al aumento de precios que se da en casi todos los rubros. En doce meses, las ventas al exterior acumulan US\$64.290 millones.

#### **Exportaciones**

Rubros	Acumulado 12 meses	Var acum 12 meses	Mayo-Junio Var a-a
<b>Total</b>	<b>64,290</b>	<b>30.2</b>	<b>24.40</b>
Prod Primarios	15,188	54.8	31.4
MOA	22,407	37.0	30.9
MOI	19,619	23.4	28.5
Comb y Energía	7,076	-3.3	-18.7

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC

La suba se da pareja en todos los rubros, a excepción de Combustibles y Energía que tira el promedio para abajo. Sin embargo, hay algunas diferencias a tener en cuenta:

- La venta de productos primarios y manufacturas de origen agropecuario (MOA) se ha desacelerado respecto de la trayectoria de doce meses debido al conflicto con el campo. En el primer caso, la suba fue de 31,4% interanual cuando en los últimos doce meses había sido de 54,8%, y en el caso de las MOA la suba en el bimestre fue de 30,9% contra 37% en doce meses. Además, esta suba es enteramente explicada por precios.
- El caso de las manufacturas de origen industrial (MOI) es completamente distinto. El bimestre registra una aceleración respecto de la trayectoria de doce meses. En el período Mayo-Junio las ventas crecieron 28,5% interanual, mientras que en los últimos doce meses la suba había sido de 23,4%. Por otro lado, esta suba es explicada tanto por precios como por un aumento en las cantidades vendidas.
- Por último, las exportaciones de Combustibles y Energía repiten el caso de las ventas de productos primarios y MOA ya que desaceleran respecto del acumulado de doce meses, con un aumento de precios y una caída de las ventas. Sin embargo, es considerado como un caso aparte porque se trata de una caída, que se pronuncia en los últimos dos meses. El problema energético es una de las principales causas del deterioro del saldo comercial.

### **Importaciones**

<b>Usos económicos</b>	<b>Acumulado 12 meses</b>	<b>Var acum 12 meses</b>	<b>Mayo-Junio Var a-a</b>
<b>Total</b>	<b>53,474</b>	<b>41.1</b>	<b>45.3</b>
Bienes de Capital	12,522	35.7	24.9
Bienes Intermedios	18,558	40.8	44.3
Combustibles y Energía	3,977	110.4	160.9
Piezas y Accesorios	9,015	30.7	33.4
Bienes de consumo	5,898	37.3	30.2
Vehículos automotores	3,397	48.5	53.2

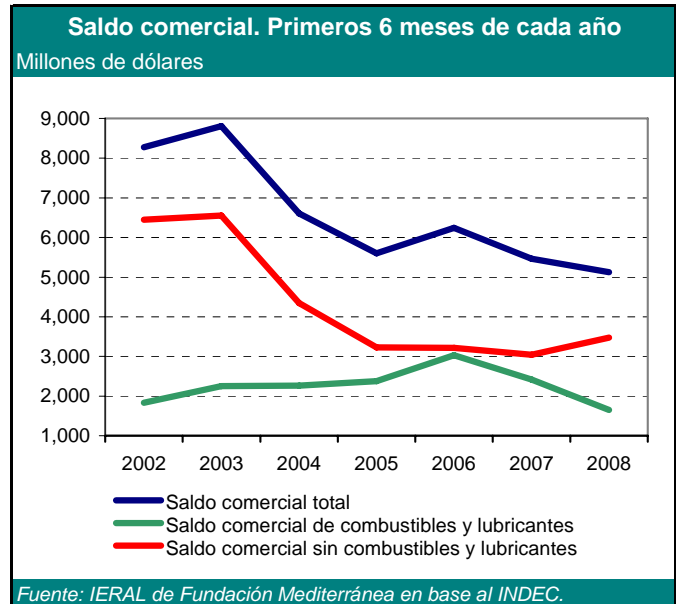
*Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC*

Por el contrario, las importaciones aceleran su ritmo de crecimiento, en gran medida por un aumento de las cantidades compradas. En el bimestre Mayo-Junio las importaciones crecieron 45,3% y acumulan en doce meses US\$53.474 millones.

El crecimiento es parejo en la mayoría de los rubros, pero se destaca el fuerte aumento en las compras de combustibles, que en el bimestre crecieron 160,9% interanual, 50 puntos porcentuales por encima del acumulado de doce meses. Otros rubros que aceleran son

Bienes Intermedios con una suba de 44,3% interanual, Piezas y Accesorios con un aumento de 33,4% y Vehículos Automotores que crece al 53,2%.

De esta forma se llega a un saldo comercial que continúa achicándose y acumula US\$10.816 millones en doce meses, 6% por debajo del acumulado en el mismo período del año anterior. En el bimestre, el saldo comercial cayó un 42% interanual debido a la desaceleración en las exportaciones y al fuerte aumento en la compra de combustibles. Si se lo subdivide, el saldo comercial de combustibles suma US\$1.649 millones en lo que va del año, y continúa deteriorándose. Como puede verse en el gráfico, si tenemos en cuenta la primer mitad de cada año,



vemos que el superávit de combustibles tocó un techo en 2006 y a partir de ahí empezó a achicarse. Esto es lo que arrastra al saldo comercial total hacia abajo, ya que si consideramos el saldo sin el rubro combustibles vemos que permanece estable en los últimos años. El saldo que excluye el segmento de combustibles alcanza US\$3.472 millones en lo que va del año.

### Destino de las exportaciones

Las ventas con destino a China y Brasil siguen desacelerando su ritmo de crecimiento debido al conflicto con el campo. Hacia China, las exportaciones crecieron 28,8% interanual cuando en los últimos doce meses lo hicieron al 47,2%. Hacia el país vecino, las ventas subieron 21,5% contra 31,9% en doce meses.

Por el contrario, las ventas hacia la UE aceleran su ritmo de crecimiento respecto de la trayectoria de doce meses y acumulan US\$12.242 millones.

### Principales destinos de las exportaciones

Millones de dólares

	Acum 12 meses	Var a-a	Mayo-Junio Var a-a
UE	12,242	45.8	46.6
Brasil	12,124	31.9	21.5
Nafta	6,597	14.1	5.2
China	6,103	47.2	28.8
Chile	4,504	7.5	-0.6
Aladi	4,146	27.8	35.4

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC