

## ¿Cuál es el valor del dólar? – 3° versión

### Informe de Aldo Poyrredón del 15/03/19

Este blog lleva publicados 2 informes relacionados con el “valor de dólar”. El primero en Julio 2018<sup>1</sup> y el siguiente a fines de agosto 2018<sup>2</sup>.

En ambos casos se efectuaron las mediciones del tipo de cambio real (TCR) para cada período, en base al tipo de cambio nominal (TCN), los dos en \$xUS\$ del último día de cada año, actualizado por el IPC Usa y deflactado por el IPC local.

Los resultados fueron los siguientes:

Cuadro 1

| Fecha estimación | Escenario               | TCN línea de base | TCN cotización último mes | Inflación | Devaluación | TCN para igualar al tipo de cambio de base debería ser: | Posición cambiaria |
|------------------|-------------------------|-------------------|---------------------------|-----------|-------------|---------------------------------------------------------|--------------------|
| Julio 2018       | dic 2002 - mayo 18 (1)  | 2,92              | 28,2                      | 1970%     | 866%        | 44,5                                                    | Atraso             |
|                  | dic 2007 - mayo 18 (2)  | 3,13              | 28,2                      | 1113%     | 730%        | 31,0                                                    | Atraso             |
| Agosto 2018      | dic 2002 – julio 18 (3) | 2,92              | 27,9                      | 2054%     | 744%        | 41,0                                                    | Atraso             |
|                  | dic 2007 – julio 18 (4) | 3,13              | 27,9                      | 1195%     | 791%        | 32,7                                                    | Atraso             |
|                  | dic 2011 – julio 18 (5) | 4,30              | 27,9                      | 494%      | 549%        | 21,9                                                    | Adelanto           |
|                  | dic 2015 – julio 18 (6) | 13,43             | 27,9                      | 110%      | 108%        | 26,3                                                    | Equilibrio         |

Un *tipo de cambio atrasado* significa que la inflación ha superado a la devaluación, como los casos que están marcados en rojo en el cuadro 1. En un *tipo de cambio adelantado* la devaluación a sido mayor que la inflación, caso dic 2011 - julio 2018 (fila 5 en el cuadro 1).

Por ejemplo, el valor del punto de partida diciembre de 2002 fue un valor estable por casi 8 años mientras la economía tuvo una alta dinámica inflacionaria, que fue acumulando una enorme brecha entre la tasa de devaluación e inflación. Así en ese periodo 2002-mayo 2018 (fila 1 del cuadro 1) la tasa de inflación más que se duplicó respecto de la tasa de devaluación, lo que implica ni más ni menos que *un ingente atraso* cambiario en términos reales.

**A partir del 2007, luego del periodo presidencial de NK, la pérdida de competitividad cambiaria declinó incesantemente.** A mayo 2018 el TCN cotizaba 28,2 y, si la inflación y devaluación hubieran sido parejas desde dic 2002, tendría que haber cotizado 44,5 (ver línea 1 en el cuadro 1).

En el entendimiento de que a mayor devaluación<sup>3</sup> mayor inflación es probable que no se pueda recuperar la cuantiosa competitividad cambiaria de 2003. Por lo tanto, en los informes aludidos, decidimos realizar **una comparación a partir de diciembre de 2007**, cuando claramente el tipo de cambio empezó a moverse al ritmo de la inflación. Así sucede en este segundo escenario (fila 2 del cuadro 1) en que con un TCR **a mayo 2018 de \$31 se estaría posicionando casi en el mismo nivel del año 2007.**

El deterioro del TCR ha sido de gran magnitud y sostenido en el tiempo. Tuvo una leve recuperación por las devaluaciones de 2014 y 2015 pero la mayor recuperación se da en el 2018, con una devaluación acumulada que superó el 55% hasta julio. Eso se aprecia en las líneas 5 y 6 del cuadro 1 que parten de bases más recientes e incorporan todas esas devaluaciones hasta julio 2018.

Las devaluaciones del año pasado, y el acuerdo con el FMI basado en bandas cambiarias, han actualizado el debate acerca de cuál es realmente el valor del dólar en el país. Por eso

<sup>1</sup> <https://economia4punto0.files.wordpress.com/2018/07/cual-es-el-valor-del-dc3b3lar.pdf>

<sup>2</sup> <https://economia4punto0.files.wordpress.com/2018/08/83-cuc3a1l-es-el-valor-del-dc3b3lar.pdf>

<sup>3</sup> Afectada siempre por la actualización del IPC USA.

se han actualizado las estimaciones a febrero 2019 (cuadro 2), basadas en metodología similar<sup>4</sup>, pero partiendo de bases distintas que vamos a explicar.

**Cuadro 2**

| Fecha estimación | Escenario                         | TCN PM<br>línea de base | TCN<br>cotización<br>último mes | Inflación | Devaluación | TCN para igualar al tipo<br>de cambio de base<br>debería ser: | Posición<br>cambiaria |
|------------------|-----------------------------------|-------------------------|---------------------------------|-----------|-------------|---------------------------------------------------------------|-----------------------|
| Febrero 2019     | Jun 2003 - Feb 19 (1)             | 2,81                    | <b>38,41</b>                    | 2301%     | 1267%       | <b>48,44</b>                                                  | <b>Atraso</b>         |
|                  | Oct 2009 - Feb 19 (2)             | 3,83                    | <b>38,41</b>                    | 1011%     | 904%        | <b>36,45</b>                                                  | <b>Equilibrio</b>     |
|                  | Dic 2015 - Feb 19 (3)             | 11,41                   | <b>38,41</b>                    | 173%      | 237%        | <b>29,01</b>                                                  | <b>Adelanto</b>       |
|                  | Dic 2015 <b>blue</b> - Feb 19 (4) | 14,77                   | <b>38,41</b>                    | 173%      | 160%        | <b>37,62</b>                                                  | <b>Equilibrio</b>     |

**Fila 1)** Junio 2003 es la fecha de asunción de NK con un TCN de casi \$2,81. Ese año el saldo de la balanza comercial del país fue positivo en casi US\$ 16.000 millones, y la balanza de cuenta corriente también positiva en US\$ 8.000 millones. El país mantuvo durante toda la convertibilidad, hasta el año 2000, un TCN de \$1 arrastrando varios años de déficit de balanza comercial y corriente. Con la devaluación del TCN a casi \$3<sup>5</sup> se revirtió la tendencia.

Para mantener ese escenario el dólar debería cotizar ahora a \$48,44, una meta difícil de reproducir debido a que ese dólar de partida, “recontra alto”, sería el disparador de una nueva escalada inflacionaria.

**Fila 2)** Octubre 2009. Ese año el superávit de balanza comercial, con un dólar de \$3,83, fue el más importante de la década. Pero a partir de ese momento se inicia una caída pronunciada que termina en el 2015 con un déficit de US\$ -3.500 millones. También el balance de cuenta corriente empieza a registrar déficits a partir del año siguiente. Todos síntomas del agotamiento del modelo de la “década ganada” que ya reclamaba un ajuste<sup>6</sup>.

Este escenario supone trabajar con un dólar de \$36,45, muy cercano al TCN de cotización en febrero 19.

**Fila 3 y 4)** Diciembre 2015 es la finalización del gobierno de CFK y el inicio de MM. Este periodo arrastra todas las devaluaciones hasta febrero 2019. Hay dos líneas de base, el dólar oficial de \$11,41 y el llamado “blue” de \$14,77. Sin blue el actual TCN estaría adelantado y con blue en un nivel de equilibrio.

Por lo tanto, debe colegirse que las apreciaciones de las autoridades monetarias acerca del buen nivel de TCR tienen su base en estas estimaciones. **Considerando el TCN de oct 2009 o de dic 2015, el TCR estaría adelantado o en un buen nivel de equilibrio<sup>7</sup>.** Por eso dice el titular de BCRA que “con un ritmo de actualización de la banda cambiaria del 1,75%, en el segundo trimestre, el TCR aún en el piso de la zona de no intervención está por arriba de los últimos años<sup>8</sup>”.

Algo de eso parece suceder en materia de impacto sobre balanza comercial. Aunque es arriesgado ser concluyente, el año pasado las exportaciones crecieron el 5% respecto del 2017 y las importaciones cayeron un 2%. Un logro relativo por el escaso tiempo transcurrido pero que avala las predicciones de la teoría. Su consolidación depende de otros factores, en especial la evolución del salario real, y del clima político-electoral del presente ejercicio.

<sup>4</sup> El TCN del cuadro 2 es del **promedio mensual** (PM), en \$/US\$, en vez de la última fecha de cotización como en el cuadro 1. Se tomó esta decisión por la extrema variabilidad del TCN durante el año 2018.

<sup>5</sup> El TCN promedio mensual en octubre 2002 llegó a \$3,66.

<sup>6</sup> Eduardo Curia decía en esa época que la conexión entre la evolución del tipo de cambio real y la vinculada con la restricción externa es tan severa como inapelable. [http://www.informeindustrial.com.ar/verNota.aspx?nota=Qu%C3%A9%20piensan%E2%80%A6%20\(I\)\\_788](http://www.informeindustrial.com.ar/verNota.aspx?nota=Qu%C3%A9%20piensan%E2%80%A6%20(I)_788)

<sup>7</sup> Cabe considerar que podría resultar un TCN y TCR menor por el impuesto a las exportaciones, que hace tributar a las exportaciones primarias y de servicios un 12 por ciento, hasta 4 pesos por dólar vendido, mientras que al resto de las ventas al exterior 3 pesos por dólar vendido.

<sup>8</sup> <https://www.cronista.com/finanzasmercados/Sanderis-Este-dato-de-inflacion-no-significa-que-el-esquema-no-funcione-20190314-0040.html>

**Qué puede pasar en los próximos meses?** Todo depende la evolución de los precios y del sostenimiento del sistema de bandas acordado con el FMI. Pero se pueden suponer distintos escenarios (cuadro 3):

**Escenario 1)** La inflación del 32% anual como predicen los especialistas encuestados en el REM<sup>9</sup> y un TCN de \$48,4 para diciembre 2019.

En ese caso, si se toma como base Dic 2015 (fila 1), el TCR seguiría estando “adelantado” ya que el TCN a fin de 2019 para igualar el TCN de la fecha base (\$11,41) sería de casi \$36 pero con un dólar estimado por el BCRA que debería cotizar \$48,41.

Si se toma como punto de partida Oct 2009 (fila 2), el TCR seguiría adelantado pero en menor proporción. El TCN a fin de 2019 para igualar el TCN del punto de partida (\$3,83) sería de \$45 pero con un dólar estimado por el BCRA que debería cotizar \$48,41.

**Escenario 2)** La inflación se dispara a más de 50% anual y el BCRA no se aparta de las bandas. Por lo tanto el TCN sigue siendo \$48,41 para diciembre 2019.

El TCN a fin de 2019 (fila 3) para igualar el TCN del punto de partida Dic 2015 (\$11,41) sería de \$44 pero según el BCRA debería cotizar \$48,41. Una situación más ajustada que en el escenario 1, pero todavía manteniendo un TCR adelantado.

En cambio, si el punto de partida es Oct 2009, el TCR volvería a “atrasarse”. El TCN a fin de 2019 para igualar el TCN del punto de partida (\$3,83) sería de casi \$55.

**Cuadro 3**

| Marzo 2019  | Escenarios              | TCN PM<br>línea de<br>base | TCN<br>cotización<br>Dic 2019 | Inflación<br>2019 | Devaluación<br>2019 | TCN para igualar al tipo<br>de cambio de base<br>debería ser: | Posición<br>cambiaria |
|-------------|-------------------------|----------------------------|-------------------------------|-------------------|---------------------|---------------------------------------------------------------|-----------------------|
| Escenario 1 | Dic 2015 – Dic 2019 (1) | 11,41                      | <b>48,41</b>                  | 32%               | 38%                 | <b>35,82</b>                                                  | <b>Adelanto</b>       |
|             | Oct 2009 – Dic 2019 (2) | 3,83                       | <b>48,41</b>                  | 32%               | 38%                 | <b>44,85</b>                                                  | <b>Adelanto</b>       |
| Escenario 2 | Dic 2015 – Dic 2019 (3) | 11,41                      | <b>48,41</b>                  | 50%               | 38%                 | <b>43,46</b>                                                  | <b>Adelanto</b>       |
|             | Oct 2009 – Dic 2019 (4) | 3,83                       | <b>48,41</b>                  | 50%               | 38%                 | <b>54,45</b>                                                  | <b>Atraso</b>         |

**Conclusión final:** es evidente que si la inflación sigue sin responder a la política monetaria de emisión cero (como hasta ahora), y se acelera, manteniendo el BCRA el TCN ajustado solamente por el sistema de bandas, se contribuye a “atrasar” el TCR (escenario 2.4) respecto de Oct 2009, año de clímax en materia de superávit de balanza comercial.

Un cuadro de situación difícil donde el BCRA no puede cometer errores y tiene que estar calibrando su funcionamiento en forma diaria. Tal como está sucediendo en los últimos días con la preocupación de evitar que el TCN supere la banda inferior del sistema acordado con el FMI.

A eso apunta la subasta de US\$ 9.600 millones aprobada por el FMI, de hasta US\$ 60 millones diarios, para contener la cotización del dólar dentro de las bandas de flotación.

Si la divisa se dispara sin dudas en BCRA tendrá serios problemas por el impacto que podría tener nuevamente en materia de precios, atraso del TCR, caída de exportaciones, aumento de importaciones, y fuga de capitales, en medio de la recta final electoral.

Para el lector no familiarizado con estos términos económicos es suficiente con registrar que estamos caminando por la cornisa... con cualquier viento de soslayo nos vamos a la lona sin contemplaciones.

<sup>9</sup> Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) -BCRA - Feb 2019. [http://www.bcr.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Relevamiento\\_Expectativas\\_de\\_Mercado.asp](http://www.bcr.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Relevamiento_Expectativas_de_Mercado.asp)