

¿Cuál es el valor del dólar? – 5° edición

Informe de Emile Sangar del 12/07/19

Se siguen repitiendo las notas periódicas sobre el “atraso” o “adelanto” del dólar¹. Por esa razón vamos a utilizar una fuente oficial que es el llamado Índice Tipo de Cambio Real Multilateral (TCRM) que emite diariamente el Banco Central de la República Argentina (BCRA).

El tipo de cambio real TCR es una medida que indica el poder adquisitivo de una moneda frente a otra². Al tener en cuenta los precios de dos lugares con distinta moneda, ajusta el tipo de cambio nominal TCN a los precios. En el caso del ITCRM el BCRA lo obtiene a partir de un promedio de los tipos de cambio reales bilaterales de los principales socios comerciales del país. La evolución del TCRM da una idea de lo apreciado tipo de cambio (atrasado) o depreciado (adelantado) que está el TCN.

Vemos en el cuadro adjunto que en base a este indicador, después de la devaluación que se mandó Duhalde, con NK se estabilizó en 160 por 4 años, y con CFK (especialmente en el último año) el país se volvió caro en dólares y tuvo que implementar el cepo (menos exportaciones y más importaciones y turismo).

Balanza de Pagos ³ Mill US\$			
	Saldo Bal Comercial	Saldo Bal Cta Cte	TCRM 2015=100
2004	12.130,5	3.076,5	158,5
2005	11.699,9	5.055,0	161,5
2006	12.392,5	6.498,8	165,6
2007	11.272,8	6.048,5	160,4
2008	12.556,4	5.421,2	145,8
2009	16.885,8	7.254,1	143,9
2010	11.381,9	-1.623,0	130,2
2011	9.020,4	-5.340,2	121,7
2012	12.008,2	-2.138,0	104,2
2013	1.521,2	-13.124,4	100,4
2014	2.670,0	-9.179,0	105,7
2015	-3.421,0	-17.622,0	82,7
2016	1.968,0	-15.105,0	94,0
2017	-8.308,5	-31.598,0	87,8
2018	-3.823,0	-28.003,0	108,5
Trim19	2.015,0	-3.849,0	116,7
2Trim19	4.012,0		117,4

Luego a partir del 2015 el país siguió más caro todavía en dólares hasta la devaluación del 2018 que puso el TCRM a nivel del 2009 que fue el año de cambio de signo de la balanza de cuenta corriente BCC⁴.

Así, la implementación de los últimos acuerdos con el FMI para utilizar el TCN como mecanismo para planchar el dólar, y el esquema de control de la base monetaria aplicados por el BCRA, llegó con el TCRM más alto para la Argentina en varios años. Pero diariamente esa ventaja cambiaria se fue diluyendo con el tiempo.

A mediados de Jul-18 el TCRM alcanzó 109 puntos, con un TCN de \$28. El viernes 5 Jul-19 cerró en los 108 puntos con un dólar de \$43,10. Luego de un año el índice del TCRM es equivalente, o sea se supone que la evolución del TCN y la inflación han sido similares. En el medio, obviamente hubo una devaluación impresionante, por todos conocida, que llevó el ITCRM a 140 en Sept-18, y que progresivamente se fue trasladando a los precios en el curso de los meses siguientes hasta la fecha (lo que se llama pass trough).

En cambio, con el TCN a Dic-15 que era de \$11,41 daría a niveles actuales \$40. Valor muy cercano al nivel alcanzado por el TCN hace en estos días, valor al que, aunque por muy poco, está adelantado.

¹La opinión de Prat Gay es la siguiente <https://www.ambito.com/prat-gay-lanzo-advertencia-el-atraso-del-dolar-n5041283> y por parte de la UIA se dijo <https://www.ambito.com/cuando-se-planchar-el-dolar-llega-un-momento-que-explota-n5041298> y <https://www.ambito.com/hasta-donde-llegara-la-baja-del-dolar-n5041519>

² Al contrario que el tipo de cambio nominal, no tiene en cuenta el nivel de precios en el país al que pertenece la moneda. La relación a la que cotiza una divisa frente a otra es lo que se conoce como tipo de cambio nominal TCN.

³ Fuente: <https://www.minhacienda.gob.ar/datos/> - Cuadros 1 y 14 del sector externo

⁴ El Saldo de la balanza de cuenta corriente BCC, a diferencia de la balanza comercial que solo registra el intercambio externo de bienes, incorpora además el resto de las transacciones reales de nuestra economía con el resto del mundo (pagos y percepciones en concepto de servicios, de rentas y transferencias).

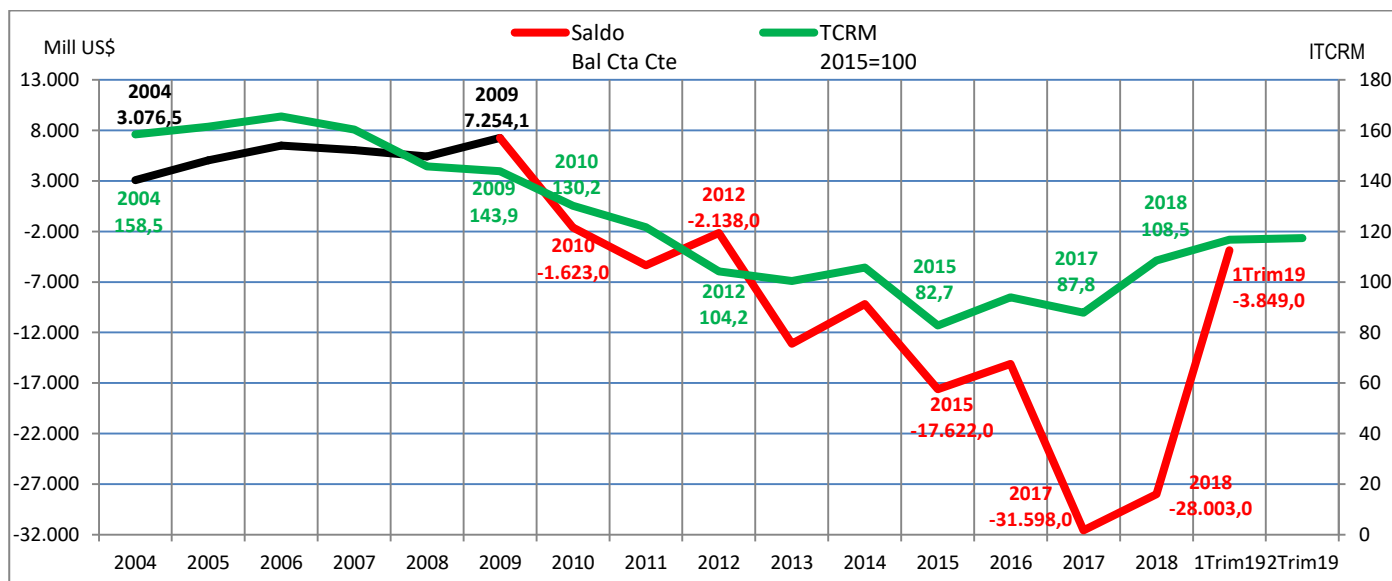
Finalmente, si la base fuera Oct-09 cuando el dólar estaba a \$3,83 y el TCRM era de 150⁵, el resultado sería un dólar de \$60⁶. O sea al dólar actual de \$43 en realidad estaríamos muy atrasados para lograr una situación de equilibrio en la Balanza de Cuenta Corriente BCC como ocurrió en esa fecha base. Un tipo de cambio alto, como el de Oct-09, es condición para reducir el déficit del BCC que castiga a la economía argentina, es decir el rojo comercial, por servicios -como el turismo- y en parte en las rentas.

En síntesis, el nivel actual estaría indicando que si tomamos la fecha base de Dic-15 el TCN actual todavía conserva una leve ventaja competitiva, pero si lo hacemos respecto al que sería el "tipo de cambio de equilibrio" de 2009, año de cambio de signo de la cuenta corriente de la balanza de pagos, estaríamos en problemas.

El ministro Dujovne dijo⁷ que "hay un peso más fuerte porque hay más confianza", enfatizando que es "un error de algunos economistas llamar atraso cambiario a la baja del dólar desde el punto más depreciado de la serie". Lo que no dice, es cuál punto de la serie toma él, si fuera Dic-15 no es una buena señal. También señala que "tratar de sostener ese tipo de cambio subvaluado generaría más inflación y más pobreza". Es cierto, pero también debería haber agregado el porqué: menos actividad económica, más desempleo y menos exportaciones. Finalmente hace un acto de sincericidio: "hay que alcanzar un delicado equilibrio", ese debería ser su legado como ministro.

Se observa en el gráfico siguiente, basado en los datos del cuadro anterior, como están relacionados el BCC y el TCRM. La caída manifiesta a partir del 2009 del BCC es producto de la baja acentuada del TCR (pasa de 159 en 2004 a 130 en 2010), además de otros factores como la crisis de las hipotecas en EEUU que tuvo efecto global.

Por su parte, entre 2017 y 2018 ocurre un déficit de BCC impresionante que se explica en parte por la caída del TCRM, acompañada por la liberalización del mercado de capitales que produjo una fuga de capitales vergonzosa (US\$80.000 millones en el periodo de MM)⁸.



Con la devaluación del 2018 se trata de corregir el TCR para facilitar la reducción del déficit de BCC y con el tiempo generar superávit para producir los dólares suficientes para financiar la deuda externa contraída.

El cuadro de situación actual (como el que se observa en el gráfico) provoca una estricta dependencia del financiamiento externo para financiar la demanda de importaciones,

⁵ Si bien ese TCRM es poco comparativo ya que es de los más altos de la "década ganada". En el 2004 el TCRM llegó a 160 y el dólar era considerado "recontra alto".

⁶ En Marzo de 2019 ya se estimaba un dólar de \$56 <https://www.cronista.com/finanzasmercados/El-dolar-deberia-subir-hasta-56-para-igualar-a-2008-con-superavit-gemelos-20190328-0009.html>

⁷ <https://www.ambito.com/dujovne-el-retraso-cambiario-hay-un-peso-mas-fuerte-porque-hay-mas-confianza-n5042403>

⁸ Ver esta estimación en: <https://economia4punto0.files.wordpress.com/2019/04/99.1-balance-cambiario.pdf>

turismo y la formación de activos externos al sector privado no financiero. Y si no se consigue ese financiamiento (como ahora) el gobierno debe mantener un TCRM alto para favorecer las exportaciones y contener las importaciones... **lo hará?**

Por ejemplo, entre 2016 y 1Trim-19 **el déficit de la cuenta corriente** de balance de pagos BCC **fue de US\$ 78.600 millones**. El déficit del 2017 más que duplicó al de 2016 (ver cuadro y gráfico) y estuvo alimentado por el déficit de la balanza comercial (bienes) en un 27%.

Para 2019 la situación es incierta. En el 1Trim-19 el déficit de la balanza comercial ya era de US\$ 3.849 millones, un 45% inferior al de 2018 pero mayor en un 78% en relación al trimestre anterior. Lo que resta del año dependerá de cómo impactará la administración del TCN que está haciendo el BCRA con fines electorales.

En el 2Trim-19 quizás el déficit se reduzca por el efecto remanente de la devaluación, la continuidad de la contracción económica y la cosecha agrícola. En los trimestres siguientes lo más probable es que el resultado negativo vuelva a incrementarse por el mayor atraso cambiario que genera la inflación vs. el TCN y los paliativos al consumo que van a recuperar parcialmente la demanda (lo cual tendrá impacto en mayores importaciones).

Conclusión

En relación al “delicado equilibrio”, como dice el Ministro, hay que tener en cuenta que la inflación de precios de los costos de producción incluye los salarios y la ganancia de las empresas. Si estos aumentan, mientras el TCN se mantiene constante, entonces esos costos se encarecen en relación al dólar (es lo que pasó hasta mediados del 2018 y lo que está pasando ahora). Eso es señal de que la moneda local (peso) se está apreciando (o el dólar se está atrasando).

Esta situación beneficia a los importadores y desalienta a los exportadores. Se asume que el atraso cambiario es negativo porque desalienta la producción orientada al exterior. Como lo que se busca es tener una balanza comercial positiva (que las exportaciones superen a las importaciones), cualquier dificultad para las exportaciones impacta en: 1) la cantidad de divisas genuinas (no préstamos) que el país puede tener y 2) también afecta al trabajo, ya que si las industrias venden menos, despiden o no toman personal.

En general “los aumentos de precios, además de los que provienen por los mayores costos de los insumos importados, son generados por los salarios. Siempre son los sueldos los que agravan la situación. Nunca la ganancia de las empresas. Porque la solución al atraso cambiario suele ser una devaluación que, claramente, perjudica el bolsillo de los asalariados, ya que en general los precios no se devalúan (todo lo contrario aumentan) y lo que baja es el poder adquisitivo del peso”⁹.

⁹ ¿A quién perjudica el atraso cambiario? Diego Díaz