

¿El dólar está atrasado? (2)

Informe de Ricardo Zorba del 03/04/23

La brecha entre los dólares financieros y el tipo de cambio nominal (TCN) comercializado por el Banco Nación se ubican en el rango del 80% y 90%, lo que parecería indicar una tendencia hacia la estabilidad cambiaria. Si se toma como punto de partida el inicio de gestión del actual Ministro de Economía, el 27/7/22, las brechas se redujeron en promedio en torno a 40 pp. Pero que se puede decir del valor real del dólar, cuál debería ser un TC de equilibrio.

¿Qué es el atraso cambiario?

Para interpretarlo debe considerarse que **un aumento del tipo de cambio real** (aumenta más el TCN que los precios en un periodo determinado) **indica una depreciación de la moneda local en relación a la de los otros países**. Esto se asocia con un abaratamiento de la canasta de bienes argentinos que tiende por tanto a desalentar las importaciones y alentar las exportaciones. En términos espaciales se puede detectar cuando los chilenos se trasladan masivamente a Mendoza o los paraguayos a Asunción.

En cambio, **una caída del tipo de cambio real** (aumentan más los precios que el TCN en un periodo determinado) se interpreta como una apreciación real de la moneda local (**atraso cambiario**), el dólar se incrementa en menor proporción que los aumentos de la inflación y los salarios. Al revés que el caso anterior los traslados se revierten.

Por eso, **cuando se habla de que el dólar “está atrasado”** se quieren decir varias cosas. Algunas de ellas son que los sueldos locales en dólares están altos, que los productos argentinos están caros, que los productos importados están baratos, y que viajar al exterior es barato. Todas estas son consecuencias de lo que se conoce como “atraso cambiario”.

Por ejemplo, los exportadores se quejan de la pérdida de competitividad ante una suba de costos en pesos (salarios, combustibles, etc.) que le gana a la evolución de la divisa extranjera. Los modelos de autos más accesibles del mercado cuestan alrededor de \$4.500.000. Esto significa unos u\$s 22.000 al cambio oficial de \$208¹. Si se compara con otros países, los precios en Argentina son muy superiores, en Brasil por ejemplo los mismos autos están en US\$ 15.000.

En condiciones normales, el valor del dólar nos indica si sobran o faltan billetes verdes en la economía. Si el dólar está muy barato, porque sobran divisas o porque el precio lo fija el BCRA (como el caso del actual TCN), la señal a los empresarios es que dejen de producir bienes que se pueden cambiar por dólares y a las familias es reorientar su gasto hacia bienes y servicios transables, esos que fijan su precio de acuerdo a la divisa.

En caso contrario, cuando sube el dólar, el mensaje es que los productores deben dejar de fabricar servicios que no generan divisas y volcarse a la contratación de trabajadores para fabricar más bienes transables. Un dólar alto, es un incentivo para que los consumidores dejen de gastar en celulares, motos, autos y turismo, y vuelquen su consumo a los servicios que no escasean.

Sin embargo, aunque para la gente el atraso cambiario puede ser algo positivo, no lo es para la macroeconomía. Cuando el dólar se abarata mucho, el peso se fortalece y nuestros productos se hacen muy caros en dólares hacia el exterior. Así, a la hora de exportar, nuestros socios comerciales podrían preferir comprarles a otros países y se reduce el ingreso de divisas.

¿Cómo se mide el atraso cambiario?

Para saber si el dólar está atrasado, se pueden mirar varios indicadores:

1) Se puede prestar atención al saldo comercial: si hay superávit comercial (exportaciones mayores a las importaciones), podría indicar que el dólar está a un valor competitivo.

¹ Es cierto que si se toma la cotización del “blue”, los valores en la Argentina cambian. Con un tipo de cambio de \$400, los 0km más económicos del país pasan a costar 11.000 dólares billete, más acorde con lo que pasa en el resto del mundo, incluso debajo de los precios en Brasil.

2) Otro indicador que puede calcularse es el tipo de cambio real, es decir cuánto varía el tipo de cambio respecto a la inflación: si aumentó menos que los precios en cierto período, podríamos estar hablando de un atraso.

3) Se puede comparar nuestro sueldo en dólares con su promedio histórico para ver si estamos ganando más o menos.

4) Finalmente recurrir a la evolución del TCRM (Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral), que publica el BCRA, da una idea de lo apreciado del tipo de cambio (atrasado) o depreciado (adelantado) que está el TCN, constituyéndose como una de las medidas amplias de competitividad (de tipo precio).

El ITCRM mide el precio relativo de los bienes y servicios de nuestra economía respecto a otros países con los que hacemos transacciones comerciales². Básicamente, indica si nuestras exportaciones están en valores competitivos o no (a nivel precios). Comparar ese índice al valor del 2015 o la devaluación de 2018 podría indicarnos cuánto de atrasado está el dólar.

¿Hay atraso cambiario en la Argentina?

Vamos a verificar esa información para ver que consistencia tiene.

Después de la devaluación del gobierno de Duhalde, cuando vino NK el TCRM se estabilizó en 140/160 por 6 años hasta el 2009 (ver cuadro 1), Influyeron las exportaciones de soja, cuyo valor internacional alcanzó niveles récord. Con CFK (especialmente en el último año 2015) el país se volvió caro en dólares (tipo de cambio atrasado) y tuvo que implementar el cepo (por menos exportaciones y más importaciones y turismo). Posteriormente, entre 2016 y abril del 2018, el atraso ocurrió por la gran cantidad de dólares que ingresaban por endeudamiento (justamente para sostener el TCN).

Cuadro 1 - TCRM 2015=100	
2004	158,5
2005	161,5
2006	165,6
2007	160,4
2008	145,8
2009	143,9
2010	130,2
2011	121,7
2012	104,2
2013	100,4
2014	105,7
2015	82,7
2016	94,0
2017	88,3
2018	109,5
2019	121,5
2020	118,4
2021	114,4
2022	95,4

Luego sobrevinieron las grandes devaluaciones de 2018 y 2019, se corrigió la tendencia mejorando el tipo de cambio real hasta principios del 2021 (cuando el tipo de cambio real inicia su atraso).

El TCN a Dic15=100 era de \$9,5, promedio anual, con un TCRM de 82,7 y un balance comercial y de Cta Cte negativos. Una de las causas era que el TCN estaba atrasado.

Al observar el comportamiento de la inflación en relación al tipo de cambio (los precios miden los costos de producción) podemos verificar el estado de situación del TCN (Cuadro 2). Si los precios aumentan más que el tipo de cambio, entonces los bienes y servicios se encarecen en relación al dólar. ¿Quién se ve beneficiado? Un importador. ¿Quién se ve perjudicado? Un exportador. Veamos los dos últimos años.

Cuadro 2	TCN PROM \$ x US\$	IPC 2015=100	RIPTE 94=100
Dic21 / ene21	19%	45%	51%
Dic22 / ene22	66%	88%	81%

Está a la vista que en ambos años el TCN creció mucho menos que el IPC y el costo promedio de la mano de obra (RIPTE³). Entonces asumimos que ese atraso cambiario es negativo porque desalienta la producción orientada al extranjero. Teniendo en cuenta que en el país se busca una balanza comercial positiva (que las ventas superen a las compras), cualquier freno a las exportaciones impacta en la cantidad de divisas que el país puede tener y, en última instancia, al trabajo. Es lo que también observamos en el cuadro

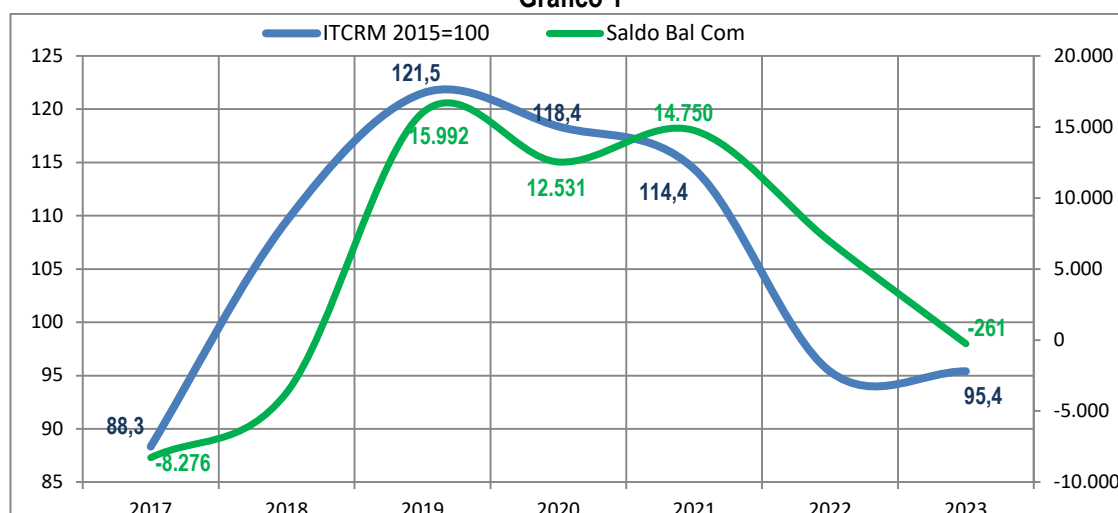
1 en el año 2022.

El mismo panorama se registra en el gráfico 1. La línea celeste del ITCRM cae en tobogán desde enero 2021, aunque en los últimos 3 meses se detecta cierta estabilidad en el atraso del TCN. Eso explica en parte la caída del saldo de balanza comercial (EXP-IMP) que cae también verticalmente desde 2021 (línea verde gráfico 1).

² Zona del euro (19 países) como una unidad (19%), Brasil: 32%; Estados Unidos: 12%; China: 16%.

³ RIPTE se define como la remuneración promedio sujeta a aportes al Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA) que perciben los trabajadores que se encuentran bajo relación de dependencia y que han sido declarados en forma continua durante los últimos 13 meses.

Gráfico 1



Tipo de cambio de equilibrio

Otra forma de ver el TCN es igualar la relación entre reservas internacionales y pasivos monetarios. Si tomamos a fines de marzo el stock de pasivos monetarios/base monetaria (\$ 14.388.318 M) versus las reservas (US\$ 36.851 M)), el dólar de equilibrio se ubica en \$390, lo que nos indica que por ahora el dólar blue, y los financieros en general, están bien valuados. Habrá que ver cómo evolucionan las reservas y los pasivos monetarios durante el mes de abril en donde hay fuertes vencimientos de deuda con organismos financieros internacionales⁴.

Con estos valores el dólar debería durante el mes de abril superar la marca de \$400, dado que los pasivos monetarios crecen a un ritmo del 5% mensual en su stock, y las reservas están llamadas ubicarse por debajo de los US\$ 40.000 millones.

Conclusión

1. *El atraso cambiario puede tener un impacto negativo en la economía de un país, ya desalienta la producción orientada al extranjero y reducir el ingreso de divisas.* Si comparamos el ITCRM de marzo 2023 (95,4) respecto de su máximo valor logrado en septiembre 2019 (131), el atraso cambiario es de casi 30% desde fines de 2019 a la fecha. Es decir tendríamos que estar hablando de un dólar cercano a los \$300⁵.

2. *El comportamiento de la inflación en relación al tipo de cambio puede indicar el estado de situación del tipo de cambio.* Un retraso en la cotización que preocupa y que se agrava cada vez más, debido a que la inflación mensual es muy alta (entre 6 y 7%), mientras que la devaluación de la moneda marcha a un ritmo inferior. A lo largo del año pasado, la apreciación de la moneda no se acentuó a causa del reinicio del crawling peg (devaluación lenta), la apreciación del real brasileño y la mayor inflación del resto del mundo.

El mercado también especula con el “atraso”, y se agrega la necesidad del gobierno de cumplir con la exigencia de reservas del FMI y los pagos del endeudamiento externo. Así el dólar oficial hoy se cotiza en \$208⁶, muy lejos de los niveles que alcanzan los dólares financieros (\$390).

3. *Si el tipo de cambio real en Argentina sigue atrasándose artificialmente, es esperable que haya una devaluación del tipo de cambio oficial antes de finales de año.* El desenlace de este proceso parece conocido: una devaluación del tipo de cambio oficial. Los desembolsos del FMI, y otros organismos internacionales, han dado aire para posponerlo, pero si la dinámica actual sigue y el tipo de cambio real se continúa atrasando artificialmente, es esperable que antes de finales de año, quizás luego de las elecciones, haya un salto en el tipo de cambio.

⁴ Si tuviéramos en cuenta solamente las reservas netas del BCRA, estimadas en US\$ 1.000 M, el dólar de equilibrio alcanzaría una cifra de espanto.

⁵ El dólar agro que está diseñando Massa es de un valor de \$300.

⁶ A ello hay que restar las “retenciones” que representan para la soja paga un 33%, el maíz y el trigo un 12% y el girasol un 7%, entre otros productos agrícolas.