

# La apreciación cambiaria. ¿Hasta donde resiste el actual esquema macro?

**Germán Saller**

**Nuestro cálculo del tipo de cambio real multilateral arroja conclusiones preocupantes: si todo evoluciona como hasta ahora, con un dólar de 3 pesos, en un año estamos con los niveles de competitividad de finales de la convertibilidad. La presente nota analiza la evolución del Tipo de cambio real durante el período 1999-2008 en el contexto de la apreciación cambiaria de estos últimos meses.**

## Introducción

En los últimos 2 meses, la moneda argentina entró en un proceso de apreciación o ganancia del valor del peso frente al dólar: habiendo llegado a \$3,22 el 25 de abril, se estabilizó en un valor de \$3,05 en la primera quincena de julio, en el mercado minorista. El dólar vale menos o, lo que es lo mismo, el peso vale más. Esta estrategia va a contramano de uno de los pilares que sustenta el actual esquema macroeconómico que es lo que habitualmente se menciona como “tipo de cambio alto” o política de dólar caro.

En Entrelíneas de la Política Económica N° 11, se analizaron los efectos financieros de la apreciación y las dos alternativas: si se trata de una trampa o engaño para los que especularon contra el peso durante el mes de junio (o de venganza frente a los exportadores de materias primas) o de los primeros indicios de un reposicionamiento de un nuevo esquema macroeconómico, de enfriamiento, tasas altas, apreciación y entrada de capitales.

Ahora bien, la reciente apreciación del peso ¿en qué medida atenta sobre la competitividad de la industria? ¿qué se espera que pase en el mediano plazo? ¿cómo será el reposicionamiento futuro? ¿Es un jaque al modelo o es un impasse para robustecerlo a posteriori? ¿Hasta dónde resiste el actual esquema una continuidad en la apreciación del peso?.

En la presente nota evaluamos cómo afecta la apreciación cambiaria reciente a la competitividad, en particular a la inserción de los productos manufacturados de origen industrial y estudiamos los distintos escenarios que pueden darse de continuar con la apreciación cambiaria bajo algunos supuestos del contexto nacional e internacional.

## Mira el TCR y te diré que país eres

El Tipo de Cambio Real (TCR) con una diferenciación para la industria respecto del sector agrícola, es el principal sustento del esquema macroeconómico actual. Se plantean dos tipos de cambio diferenciales (una política heterogénea), dado que la economía argentina presenta una estructura productiva también diferencial (heterogénea).

El TCR mide el grado de competitividad de la economía. Un nivel alto de TCR implica que los precios en dólares de nuestros bienes son bajos y, por consiguiente, somos más competitivos

Una devaluación como la de Argentina desde 2002, no es la única variable que determina un TCR alto. Una devaluación afecta al Tipo de Cambio Nominal (TCN) pero no al Real. La devaluación elevó del valor del dólar pero no tiene en cuenta que si los precios internos aumentan, las ganancias de haber devaluado se licuan. Por otra parte, si los precios internacionales aumentan, eso refuerza el efecto de la devaluación. El TCR trata de medir la competitividad teniendo en cuenta la evolución de los precios internos y los precios internacionales. De allí que sea "real".<sup>1</sup>

La función más importante de un TCR alto es que protege al sector menos competitivo (en nuestro caso, a la industria). Es decir, no sólo hace que los bienes domésticos sean más competitivos en el exterior, sino que lo más importante para es que, al sector menos desarrollado, se lo protege de los bienes sustitutos industriales producidos en economías con industrias más desarrolladas. De allí la necesidad de tener tipos de cambio diferenciales: uno que genere protección para el sector menos desarrollado (TCR alto) y otro más bajo que neutralice los superbeneficios que dicha política económica genera sobre el sector que es más competitivo por las condiciones de la naturaleza (TCR con retenciones para el sector primario).

El TCR tiene diferentes formas de medirse. Habitualmente cuando se habla de tipo de cambio generalmente se asocia con el valor del dólar. En realidad, el dólar constituye solo una moneda más con las cuales se transan los bienes. Ello sería así, si solamente midiésemos la relación del TCR únicamente con el bloque regional de Estados Unidos, o área del dólar en términos más generales.

Sin embargo, Argentina tiene un comercio que se ha diversificado en los últimos años.<sup>2</sup> Hay países con los cuales el país comercia, cuyas monedas se han revaluado y, al mismo tiempo, sus precios domésticos también se encuentran en un proceso de aumento, lo que amortigua la revaluación que genera el incremento de los precios internos en nuestro país.

Partiendo de su expresión básica (ver nota al pie 1), el TCR se puede perfeccionar diferenciando los TCN y los precios de los distintos países de destino de las exportaciones. Aquí gana importancia el concepto de TCR Multilateral (TCRM), que refleja la competitividad teniendo en cuenta el volumen de comercio que tenemos con todos los países o bloques del mundo.

En el gráfico 1 se aprecia la evolución del TCRM de las exportaciones manufactureras hasta el mes de mayo de 2008. El indicador se construyó teniendo como ponderador a la participación del comercio de los países de destino de dichas exportaciones durante el período 2005-2007. De acuerdo a la información disponible, fue posible identificar el 85% del total comercializado de MOI<sup>3</sup>.

Del gráfico 1 se desprenden 4 etapas diferenciadas. La primera corresponde al período 1999-2001, que arrastra la inercia de la convertibilidad. Es el período de menor competitividad de la serie analizada. La etapa se caracterizó por un peso extremadamente sobrevaluado equiparado a una moneda que al mismo tiempo se estaba revaluando en el mundo. Incluso también influye al comienzo de la serie la devaluación de la moneda brasileña que repercutió fuertemente, ya que casi el 50% de las MOI se comercializaban a Brasil. Este efecto se dio a pesar de la leve pero persistente deflación local que no alcanzó a compensar estos efectos.

1) El Tipo de Cambio Real (TCR) se define como :

$$TCR = \frac{TCN \times P^*}{P}$$

Donde TCN es el Tipo de Cambio Nominal, P\* los precios internacionales y P los precios locales.

2) Ver Entrelíneas de la Política Económica N° 8

3) El llamado Tipo de Cambio Real Multilateral (TCRM) toma en el numerador el tipo de cambio nominal de un conjunto de países representativos del comercio con nuestro país y sus respectivos índices de precios. La importancia en el comercio de cada uno de dichos países respecto del total comercializado por Argentina, puede ser usado como ponderador de cada país dentro del indicador, como así también, la participación de exportaciones por país o región respecto del total exportado. En definitiva, la expresión sería la siguiente:

$$TCRM = \frac{\sum_{m=1}^n \alpha_m \times (TCN_m \times P_m^*)}{P}$$

Donde:

$\alpha_m$  = ponderador de comercio del país m

$P_m^*$  = índice de precios del país m

P = índice de precios local

$TCN_m$  = valor en pesos de la divisa del país m

### Gráfico N°1

#### Tipo de Cambio Real Multilateral. Para Exportaciones de Manufacturas Industriales (MOI).

Ene 1999-May 2008 (Base ene 1999=100)



Fuente: CIEPYC, sobre la base de datos del INDEC, Ministerio de Economía, CEI y estimaciones propias

La segunda etapa comienza con la devaluación de enero de 2002. Aquí principalmente el incremento de la competitividad es atribuible únicamente al comportamiento del TCN en los primeros meses. La competitividad de las MOI se incrementó un 76% en junio de 2002 cuando el dólar tocó los \$4 y a partir de allí y hasta abril de 2003, la sobre-reacción se atenuó merced al fuerte incremento de los precios domésticos y una estabilización del TCN a \$3. De todos modos la competitividad queda en un 25% más alta que el promedio del período 1999-2001.

La tercera etapa puede considerarse de cierta estabilidad de la evolución de la competitividad. Este período va desde mediados de 2003 (mayo) hasta mediados de 2007 (agosto). En dicha etapa, como aspectos positivos de la competitividad, se encuentra la apreciación nominal del Real, del Peso chileno y del Euro (monedas que aumentaron en pesos argentinos un 64%, 51% y 25%, respectivamente), a cuyas áreas se destinan casi el 60% de las exportaciones MOI de la Argentina. Como aspecto negativo, se considera el proceso inflacionario que fue en promedio más del doble de la inflación del resto de las economías, reflejando un incremento de costos domésticos superior.

Por último, se destaca una última etapa desde agosto de 2007 hasta abril/mayo de 2008, donde se gana cierta competitividad del 6%, merced a una aceleración de la revaluación nominal de las monedas de los principales destinos (Europa, Chile, MERCOSUR) corroída en parte (pero no en su totalidad) por la aceleración de los precios domésticos. La diferencia con la etapa anterior es que ahora repercute más el fenómeno de la inflación mundial de los alimentos, cuyo impacto en la inflación minorista de los países se

4) Desde enero de 2007 tomamos inflación de la Provincia de Mendoza para vulnerar la baja representatividad del IPC del GBA (Gran Buenos Aires).

aceleró y redujo la distancia entre al inflación local y la internacional

#### **Cuadro 1. ¿Cómo construimos el TCRM?**

1. Se tomó como referencia el período enero de 1999 -mayo de 2008
2. Se determinaron los principales países destino de nuestras exportaciones MOI a través del promedio exportado en el período 2005, 2006 y 2007. De allí de utilizaron los ponderadores del TCRM.
3. Se identificó el destino del 85% de las exportaciones MOI.
4. Se obtuvieron las series de tipo de cambio nominal de las monedas de referencia de los países y/o bloques de comercio y se trabajó con las series de precios minoristas de cada país (por disponibilidad de información no se trabajó con el índice de precios mayoristas, quizás de mayor precisión para determinar la competitividad).
5. Para aislar la representatividad del IPC de argentina, no se utilizó el IPC del GBA desde enero de 2007 en adelante, ensamblando a partir de dicho momento el IPC de Mendoza.
6. El presente índice sigue representando una aproximación de la competitividad de la industria. Lo correcto debiera ser identificar los precios específicos del sector (en reemplazo del TCN y los precios internacionales genéricos) y la estructura de costos (en reemplazo del IPC doméstico).

#### **Los efectos de la reciente apreciación**

La reducción del tipo de cambio nominal durante el mes de junio y julio del corriente año, llevó el dólar promedio de \$3,16 en mayo a \$3,04 en lo que va del mes de julio, es decir, una reducción del 3,9%. La estrategia seguida por la autoridad monetaria (que fuera discutida en Entrelíneas de la Política Económica N° 11), no erosionó en su totalidad la leve recuperación del TCRM de las MOI que venía desde agosto de 2007.

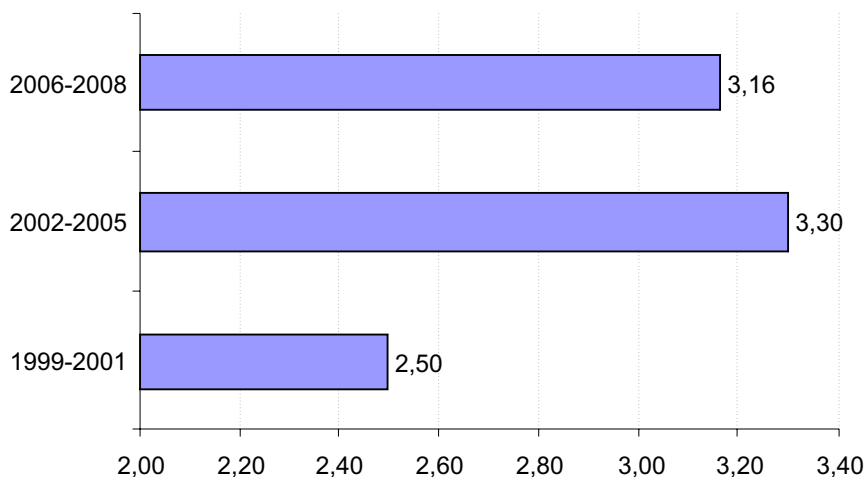
Para ser más precisos. Bajo el supuesto de que entre mayo y julio la evolución de los precios internos de los países a los cuales exportamos tengan el mismo incremento y que la relación entre el dólar y el resto de las monedas del mundo se mantengan constantes, el valor del dólar nominal que necesitan las exportaciones MOI para alcanzar la misma competitividad de agosto de 2007 es de \$3. Por consiguiente, con un dólar a \$3,04, todavía son levemente más competitivos.

Podríamos extender el análisis a diferentes etapas recientes de acuerdo al gráfico 1, y preguntarnos qué valor tendría que tener el dólar en julio de 2008 (suponiendo el resto de las variables constantes) para alcanzar la competitividad que refleja el TCRM de cada etapa.

En el gráfico 2 se exponen los resultados. Para tener la competitividad promedio de los últimos tres años de la convertibilidad (1999-2001), el valor nominal del dólar debería ser \$2,50. En cambio, en la etapa siguiente, 2002-2005, que incluye el año de la sobreacción del TCN, se necesitaría un dólar de \$3,30 para obtener la misma competitividad promedio de dicho período. Finalmente, mantener la competitividad promedio del período 2006-mayo de 2008, requeriría un valor del dólar de \$3,16.

Claro está, que en los casos en que se requiera una competitividad más alta a través del TCN, sabemos que en la Argentina opera un efecto adicional que atenta contra la propia competitividad: cuando el dólar sube los precios suben y cuando el dólar baja los precios no bajan.

**Gráfico N°2**  
**Valor nominal del dólar en el mes de Julio de 2008 para tener la competitividad de distintos períodos**



Fuente: CIEPYC, sobre la base de datos del INDEC, Ministerio de Economía, CEI y estimaciones propias

Sin embargo, y a pesar de que en principio la competitividad de las MOI no se vio muy afectada por esta apreciación nominal del peso, el problema es la dinámica que los precios puedan tener sobre el TCRM en el futuro.

¿Nos podemos dar el lujo de apreciar la moneda con la dinámica de la inflación doméstica actual?. Aún frenando al apreciación nominal, el problema es la apreciación real que conlleva tener una inflación más alta que el resto de los países con los cuales comerciamos.

Vamos a plantear dos escenarios que tienen en común el supuesto de que el dólar mantiene con el resto de las monedas del mundo una relación constante e igual a la del mes de mayo de 2008.

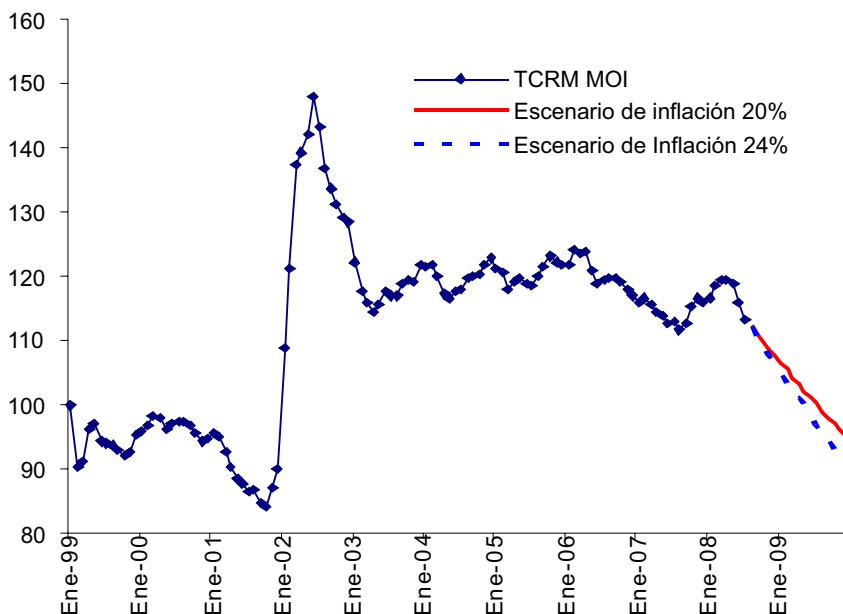
A partir de allí podemos suponer para la Argentina un escenario de inflación alta como la que se registró en 2007 de acuerdo a la inflación del interior del país (24%) y otro con una inflación más moderada (18/20%), bajo el supuesto de una inflación mundial del 6% (suponemos alto impacto del incremento de los precios de los alimentos en el mundo).

En el escenario de inflación doméstica más alto (24%), si no sube el tipo de cambio nominal y seguimos en torno a un dólar de \$3, en agosto de 2009 tendremos la competitividad del período 1999-2001.

En el escenario de inflación más moderada (18/20%), dicha situación se alcanzaría tres meses más tarde, en diciembre de 2009.

Cualquiera de los dos escenarios (bajo los supuestos de dólar constante frente al resto de las monedas y tipo de cambio nominal peso/dólar en torno a los \$3), muestran que sin definir una correcta política de precios e ingresos, el esquema macroeconómico se tornaría inviable y las ganancias de competitividad de la industria se verían carcomidas por la inflación en el mediano plazo.

**Gráfico N°3**  
**La inercia inflacionaria y su impacto sobre el TCRM de las MOI**



Fuente: CIEPYC, sobre la base de datos del INDEC, Ministerio de Economía, CEI y estimaciones propias