

Los argentinos y el tipo de cambio



*Peculiaridades de
una relación intensa*

Oswaldo Kacef
Febrero 2017

cece



1. Introducción

El tipo de cambio es una de las variables económicas más importantes, ya que es la referencia básica para valorizar las transacciones internacionales, tales como las exportaciones y las importaciones de bienes y servicios, tanto reales como financieros, la inversión extranjera, la deuda externa, los activos que tienen los residentes de un país en otros países o las reservas internacionales, entre otros.

En el caso particular de la Argentina, el historial de inflación e inestabilidad de nuestra economía ha convertido al tipo de cambio en una variable esencial para toda la actividad económica. Por eso, cuando decimos que la economía argentina está dolarizada, estamos expresando no solamente que una gran cantidad de operaciones económicas se hacen en dólares, incluso en el mercado interno y entre residentes, o que la moneda norteamericana es uno de los activos financieros preferidos por los ahorristas argentinos, sino también que la evolución del precio del dólar es un elemento esencial para la determinación de todos los precios de la economía y por lo tanto de la tasa de inflación, más allá de la influencia directa de aquellas operaciones que impliquen intercambios con el exterior.

En esta breve nota analizaremos algunos de los aspectos más relevantes que hacen tanto a la definición como a los impactos del tipo de cambio. Las próximas dos secciones estarán dedicadas a analizar los distintos regímenes cambiarios y sus interacciones con otros instrumentos de política económica. Las últimas tres secciones, en tanto, analizan al tipo de cambio real y sus impactos sobre algunas variables externas e internas de la economía

2. ¿Tipo de cambio fijo o flexible?

El tipo de cambio nominal es el precio al cual se puede cambiar una moneda por otra, es decir, la cantidad de pesos que debemos entregar a cambio de una unidad de moneda extranjera, por ejemplo \$ 16 por dólar. Habitualmente decimos que el tipo de cambio se deprecia o se devalúa cuando aumenta (más pesos por dólar) y que se aprecia o se revalúa cuando disminuye (menos pesos por dólar). Esto puede sonar contra intuitivo y la razón de ello es que, en realidad, lo que se deprecia o se aprecia es el valor de nuestra moneda en términos de la moneda extranjera con la cual la comparamos.

El valor del tipo de cambio nominal puede ser el resultado de una decisión de las autoridades económicas o de la interacción de la oferta y la demanda de moneda extranjera en el mercado de cambios. En el primer caso decimos que se trata de un régimen de tipo de cambio fijo en el que la cotización depende de una decisión del Ministerio de Economía o del Banco Central y puede establecerse como un valor único, que cambia a criterio de la autoridad de aplicación en cualquier momento en que esta lo estime conveniente, a través de una devaluación, o de manera programada, con un sendero que se anuncia con anticipación y tiene una vigencia determinada,



como fue el caso de la “tablita cambiaria” vigente durante la dictadura militar. El régimen de la convertibilidad fue un caso extremo de tipo de cambio fijo en el cual la decisión de cambiar la cotización requería previamente el cambio de una ley.

Cuando la autoridad económica fija el tipo de cambio asume el compromiso de comprar moneda extranjera a los exportadores y a todos los que ingresen divisas al país y vender moneda extranjera a los importadores y a todos los que la demanden para realizar pagos o compras en el exterior a la cotización establecida. En el período de vigencia de la convertibilidad, por ejemplo, el BCRA se comprometía a intervenir en el mercado de cambios comprando o vendiendo la cantidad necesaria de divisas como para que la cotización no se moviera de \$1 por dólar. En la medida en que la oferta de moneda extranjera supere a la demanda, la autoridad económica puede comprar, sin ningún límite, todo el excedente, de modo de evitar una apreciación nominal y, como resultado de esa compra, aumentan las reservas internacionales, tal como ocurrió entre 2003 y 2008, período en el que, en la práctica, el régimen cambiario funcionó como una convertibilidad a \$3 por dólar. Por el contrario, cuando la demanda supera a la oferta y es necesario cerrar la brecha a través de la venta de moneda extranjera por parte de la autoridad económica, ésta se enfrenta con un límite físico determinado por las reservas internacionales disponibles. Cuando las reservas internacionales bajan tanto que se acercan a un nivel que se considera el mínimo aceptable, la autoridad económica puede decidir una devaluación (es decir que deja de garantizar el precio fijado previamente) o limita la demanda, a través de la imposición de restricciones cuantitativas a la venta de moneda extranjera, a fin de contener el drenaje de reservas, tal como ocurrió en noviembre del 2011 con el llamado “cepo cambiario”.

En un régimen de tipo de cambio flexible, en cambio, la cotización cambiaria se fija por la interacción de la oferta y la demanda en el mercado de cambios y la autoridad económica no interviene para modificar esa cotización. Si la demanda es mayor que la oferta, la moneda se deprecia (sube la cotización), si, por el contrario la demanda es menor que la oferta, la moneda se aprecia (baja el tipo de cambio). En la práctica, sin embargo, no existe ningún caso en el que el tipo de cambio se fije de manera puramente flexible, sino que es usual que la autoridad económica fije una banda con un techo y un piso entre los cuales la cotización fluctúa sin intervención. Cuando el tipo de cambio se acerca al piso de la banda la autoridad económica compra divisas para que la cotización no caiga por debajo del nivel mínimo prefijado, mientras que cuando se acerca al techo de la banda la autoridad económica vende divisas para que la depreciación no sea mayor que la deseada. Al igual que lo que ocurre con el tipo de cambio fijo, la posibilidad de mantener el techo está condicionada por la disponibilidad de moneda extranjera en poder de la autoridad económica y puede darse el caso de que esta necesite cambiar los límites de la banda de fluctuación en el caso de una demanda excedente de divisas que se sostenga en el tiempo.

Un último comentario respecto del tipo de cambio nominal. Aunque es la variable fundamental para determinar el valor de los ingresos de los exportadores o los egresos de los importadores, dados los precios internacionales, hay otros elementos relevantes a considerar. En nuestro país, el sistema tributario afecta tanto los ingresos por exportaciones como los gastos por importaciones a través de las retenciones sobre las primeras o los aranceles sobre los últimos. Aunque no vamos a



entrar en algunas complejidades relacionadas con este tema, el tipo de cambio disminuido por retenciones o incrementado por los aranceles se denomina tipo de cambio efectivo y este es el valor que define de manera más precisa cuanto cobra un exportador o cuanto cuesta una producto importado.

3. Régimen cambiario y política monetaria

Hay un vínculo estrecho entre la política monetaria y la política cambiaria. En un régimen de tipo de cambio fijo el Banco Central no controla la cantidad de dinero en circulación ya que esta depende de lo que requiera el mercado de cambios para seguir funcionando normalmente a la cotización fijada. Cuando el Banco Central compra moneda extranjera para que el tipo de cambio no se aprecie, entrega, a cambio de las divisas que compra, moneda nacional que emite a tal efecto. Cuando el Banco Central debe vender moneda extranjera para evitar una depreciación, recibe a cambio moneda nacional que retira de circulación.

En cambio, en un régimen de tipo de cambio flexible, como el Banco Central no interviene en el mercado de cambios (al menos entre las bandas de flotación permitidas), tiene cierta independencia para fijar la cantidad de dinero que circula en la economía. Por ello, cuando la política monetaria se determina bajo un esquema de metas de inflación, la economía debe operar con un régimen de tipo de cambio flexible que otorgue al Banco Central la autonomía necesaria para manejar la política monetaria. Puede ser que el Banco Central de a conocer las bandas de fluctuación del tipo de cambio o puede que el Banco Central se reserve esa información para sí e intervenga cada vez que lo considere conveniente para evitar oscilaciones muy bruscas de la cotización, a fin de que esta aumente o disminuya de manera paulatina de acuerdo con las condiciones del mercado. Este es el régimen vigente en nuestra economía desde diciembre del 2015. El gráfico 1 muestra la evolución diaria del tipo de cambio nominal peso/dólar desde la eliminación del “cepo”, en la parte superior y las compras/ventas netas del BCRA en la parte inferior y sobre el margen derecho. Como se puede ver en el gráfico, desde el mes de febrero de este año el tipo de cambio nominal ha oscilado alrededor del \$ 15 por dólar y los únicos meses en los que el BCRA intervino en el mercado de cambios por una suma mayor a \$ 1000 millones fue con ventas netas en el mes de febrero para evitar que la cotización superara \$ 16 por dólar y en el mes de mayo, comprando dólares en el mercado para que la cotización no bajara de \$14 por dólar. Hacia el final del año el tipo de cambio tendió a ubicarse en el techo de la banda en el contexto de un fortalecimiento del dólar a nivel global, luego de la victoria electoral del Trump. Esto no se reflejó en el saldo neto de las operaciones del BCRA por la entrada neta de dólares del blanqueo.



Gráfico 1



Aunque en un régimen de tipo de cambio flexible la política monetaria es relativamente independiente del mercado de cambios, hay una relación muy estrecha entre la tasa de interés y el tipo de cambio. Un aumento de la tasa de interés es un incentivo a la demanda de activos financieros en moneda local y, como contrapartida, una disminución de la demanda de activos en moneda extranjera y, por lo tanto, una disminución del tipo de cambio, es decir una apreciación. Por el contrario, una disminución de las tasas de interés, desalienta la demanda de activos financieros domésticos y genera un aumento de la demanda de activos en moneda extranjera y una presión para la depreciación del tipo de cambio.

Dado el bajo grado de profundidad financiera que caracteriza a la economía, el crédito para la financiación de las actividades productivas o del consumo de bienes durables es relativamente poco importante. Por esta razón, el canal de transmisión habitual de la política monetaria, a través del costo del crédito y su impacto sobre la demanda es relativamente poco potente. En cambio, dada la preferencia de los argentinos por los activos en dólares, la política monetaria actúa más rápidamente a través de los mercados de activos. Así, aunque un aumento de la tasa de interés tendría un impacto acotado sobre la demanda de inversión y de bienes de consumo durable, puede afectar significativamente a la demanda de activos en moneda extranjera y por lo tanto al tipo de cambio. De esta forma, una política monetaria contractiva podría contribuir a disminuir la inflación no tanto por su impacto depresivo sobre la demanda de bienes, sino por la apreciación cambiaria a que daría lugar. Como la tasa de devaluación es un elemento muy relevante en el



proceso de formación de precios de la economía, el impacto de la política monetaria sobre el tipo de cambio contribuiría a disminuir la tasa de inflación por una vía distinta a la habitual.

4. El tipo de cambio real

Se trata de una variable fundamental para determinar el grado de competitividad de una economía y su valor depende del tipo de cambio nominal y de la evolución de los precios internacionales e internos. Así, el tipo de cambio real aumenta (disminuye) si se deprecia (aprecia) el tipo de cambio nominal, dados los precios internacionales e internos, pero también si, dado el tipo de cambio nominal, la inflación internacional es mayor (menor) que la inflación interna. Por ejemplo, una depreciación nominal abarata el precio en dólares de un producto producido localmente (dados los precios internacionales e internos) y esto facilita su colocación en los mercados internacionales. Lo contrario ocurre con una apreciación nominal. Del mismo modo, en la medida en que los precios internos crezcan por encima de los internacionales, dado el tipo de cambio nominal, esto causaría un deterioro de la competitividad externa y lo contrario ocurriría si los precios internos crecieran menos que los internacionales.

A diferencia del tipo de cambio nominal, cuyo precio es observable, el tipo de cambio real es una estimación que surge de tomar la cotización cambiaria nominal y compararla con los precios internacionales e internos. Se puede estimar respecto de una moneda en particular, como el dólar o el real, en cuyo caso hablamos del tipo de cambio real bilateral, que surge como resultado de comparar el tipo de cambio nominal del dólar o el real, los precios en Estados Unidos o en Brasil y los precios en la Argentina. También se puede expresar en términos de un conjunto de monedas que sea relevante para medir la competitividad, por ejemplo en función de la importancia de esas monedas en el comercio exterior. En este caso hablamos del tipo de cambio real multilateral que, de forma similar al anterior, compara la evolución de los tipos de cambio nominales y de los precios internacionales y nacionales, pero de un conjunto de países que se promedian en función de la participación de estos países como destino de las exportaciones o de origen de las importaciones o respecto del comercio exterior total.

Por otra parte, más allá de la voluntad de las autoridades económicas argentinas, el peso se puede apreciar o depreciar si el real o el yuan o cualquier otra moneda que sea relevante para nuestro país se deprecia o se aprecia, respectivamente, más rápido que nuestra moneda. Por ejemplo, si dado el tipo de cambio nominal peso/dólar de \$16, el tipo de cambio en Brasil aumentara de 3 a 4 reales por dólar, la moneda argentina se apreciaría en relación con la brasileña. Si este fuera el caso, el tipo de cambio real bilateral entre Argentina y Brasil caería y la competitividad de la industria argentina, para la que el Brasil es un mercado muy relevante, tanto como destino de exportación como de origen de competencia importada, se deterioraría. El tipo de cambio real multilateral también se apreciaría en este caso, pero en una cuantía menor dado que la variación se ponderaría por la importancia del Brasil en nuestro comercio exterior.



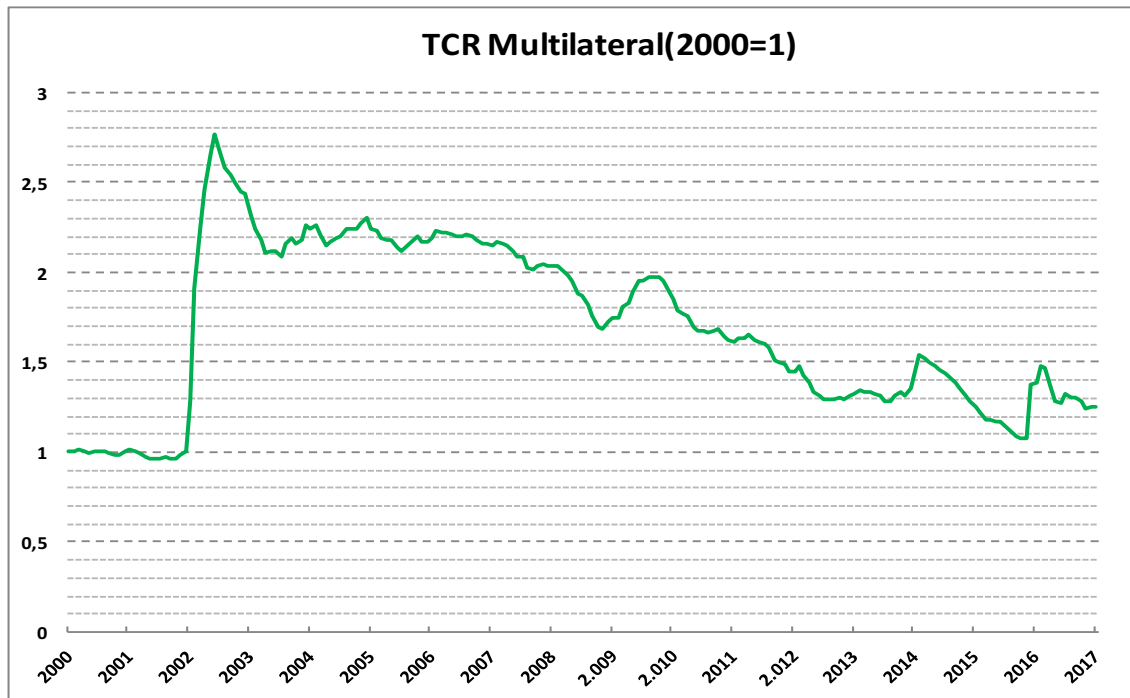
5. El tipo de cambio real y las cuentas externas

En el gráfico 2 se puede ver que desde el final de la convertibilidad el tipo de cambio real muestra una tendencia claramente decreciente y se ubica en enero del 2017 alrededor de un 25% por encima del nivel del año 2000. Cabe señalar que este valor resulta un 17% inferior al promedio de esta variable en los últimos 26 años. Las variaciones del tipo de cambio real de la Argentina generan cambios de precios relativos y transferencias de ingresos entre sectores que afectan la marcha de la economía y la asignación de recursos. Por un lado, como se trata de un elemento central para la determinación de la competitividad de la producción nacional, el tipo de cambio real afecta la evolución de las cuentas externas. Un tipo de cambio real bajo encarece las exportaciones y abarata las importaciones lo cual se traduce, tarde o temprano, en un saldo negativo de la cuenta corriente del balance de pagos que termina siendo cubierto con endeudamiento externo. Como demuestra dramáticamente nuestra historia económica, cuando la deuda crece mas allá del límite de lo tolerable, esto termina generando una crisis de pagos externos y un fuerte ajuste económico, tal como sucedió, por ejemplo, en el período de la convertibilidad que desembocó en la gravísima crisis del 2001.

Entre el 2008 hasta el 2015 también tuvo lugar una significativa apreciación cambiaria que no derivó en un aumento del endeudamiento externo porque la economía argentina estaba excluida de los mercados financieros internacionales. A fines del 2011, sin embargo, la creciente escasez de divisas que provocaba un saldo menguante del comercio exterior (a pesar de los elevados precios de las commodities) y una demanda creciente por motivos especulativos (a la espera de una devaluación que tardó en producirse) llevó al gobierno a implementar el “cepo” a fin de detener el drenaje de moneda extranjera que amenazaba con agotar el stock de reservas internacionales. Actualmente el camino elegido ha sido el de volver al financiamiento externo lo cual, dentro de ciertos límites y dado un nivel de endeudamiento que no es elevado en términos históricos, permitiría contar con los recursos externos necesarios para cubrir por un tiempo las necesidades de divisas de la economía.



Gráfico 2



6. Tipo de cambio real, inflación y distribución del ingreso

Mientras la escasez de divisas no impida el normal funcionamiento de la economía, es tentador para las autoridades económicas dejar que el tipo de cambio real se atrase por dos razones. En primer término, como es una variable fundamental para la determinación de los precios en el corto plazo, la apreciación cambiaría contribuye a aliviar las presiones inflacionarias. Teniendo en cuenta que el BCRA anunció una muy ambiciosa reducción de la tasa de inflación para el año 2017, el recurso de atrasar el tipo de cambio real puede ser una herramienta útil, dado que en el corto plazo la tasa de inflación es muy sensible a la variación de los salarios y del tipo de cambio. Teniendo esto en cuenta cabría esperar que cuanto mas altos sean los porcentajes de incrementos que se negocien desde marzo del 2017 mas necesario será atrasar el tipo de cambio para cumplir con la meta oficial.

La otra razón por la que es tentadora la opción de atrasar el tipo de cambio es el impacto que esto tiene sobre la distribución del ingreso. Como los alimentos son productos exportables en su gran mayoría, sus precios internos están muy correlacionados con el tipo de cambio y con los precios internacionales. Cuando el tipo de cambio aumenta los precios internos aumentan proporcionalmente. Por otra parte, la canasta de consumo de los hogares es más intensiva en alimentos cuanto menor es el ingreso del hogar. De esta forma, si el tipo de cambio real se atrasa y con ello se modera el aumento del precio interno de los alimentos, esto implica una redistribución del ingreso de la economía hacia los estratos mas pobres de la población. Como estos son, a su vez, los sectores con mayor propensión a consumir, es decir aquellos que gastan



una mayor proporción de su ingreso corriente, esta redistribución del ingreso puede dar lugar a un aumento del consumo y de esta forma constituirse en un impulso a la tasa de crecimiento de la economía. Teniendo en cuenta que en el 2017 hay elecciones y que la economía está demorando mas de lo previsto en reactivarse, salta a la vista porque puede ser tentador generar un mayor atraso del tipo de cambio real.

El problema con esta estrategia está en el balance entre los efectos de corto plazo y los de mediano y largo plazo. En el corto plazo, como dijimos, el atraso de tipo de cambio real puede contribuir a moderar la inflación, mejorar la distribución del ingreso e impulsar el consumo y el crecimiento de la economía. Más allá el corto plazo, sin embargo, la pérdida de la competitividad externa y el aumento del endeudamiento puede constituirse en un factor de incertidumbre que no es una buena señal para la inversión y, en consecuencia, disminuir la probabilidad de que el crecimiento de la economía sea sostenido. Cabe esperar que las autoridades económicas sepan encontrar el difícil pero imprescindible equilibrio entre los elementos en juego.