



Econométrica S.A
economic research and forecasts

Informe
Especial
Nro. 387

*Las paradojas o
“parajodas” del tipo
de cambio alto con
aceleración
inflacionaria*

Por Mario Brodersohn

*Conozca
nuestro*



www.econometrica.com.ar

**Marzo
2008**

38 1970 - 2008
*años dedicados al
Análisis Macroeconómico*

Econométrica S.A

economic research and forecasts

Lavalle 465, piso 2° - (C1047AAI) Buenos Aires, Argentina

Tel.: (54-011) 4325 – 9443 o 4322 – 4668

Fax: (54-011) 4322 - 6927

E-mail: info@econometrica.com.ar

Sitio Web: www.econometrica.com.ar

Blog: www.econometrica.com.ar/blog

(Clave de acceso I Trim 2008: 0303)

Copyright © 2003

Econométrica S.A
economic research and forecasts

Las paradojas o “parajodas” del tipo de cambio alto con aceleración inflacionaria

Por Mario Brodersohn¹

La política de tipo de cambio alto es el eje central de la estrategia económica del gobierno. ¿La escalada inflacionaria que atraviesa la Argentina atenta contra dicho objetivo? ¿Tenemos todavía una política de tipo de cambio alto? Intentar responder estas preguntas es el objetivo de este informe.

Hay dos formas alternativas de analizar el tipo de cambio:

1. **Comercio Internacional:** Una alternativa es mirarlo en función de las exigencias de nuestro comercio internacional. Para ello definimos el tipo de cambio multilateral ponderando las monedas de cada uno de los países en función de su participación en el total de las exportaciones e importaciones de nuestros bienes y servicios.
2. **Reserva de Valor para Atesorar:** Otra alternativa es mirar el peso argentino como una unidad de valor, como un activo que nos protege de la inflación. La historia argentina nos enseña que los argentinos prefieren atesorar en dólares y por esta razón, sólo prestan especial atención a la relación del peso con el dólar.

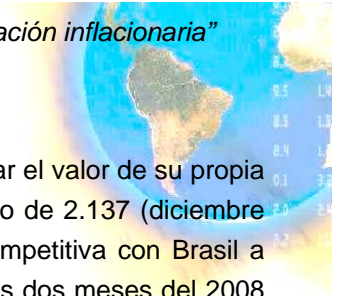
La distinción entre uno y otro tipo de cambio no es menor en el actual contexto de aceleración inflacionaria, tal como podemos apreciar en el análisis que sigue.

Por un lado, la política de tipo de cambio multilateral alto se ve favorecida por el retroceso del dólar con el euro, el yuan chino, el real brasilero, el peso chileno, el peso uruguayo, etc.

En el 2007 la devaluación del dólar en relación con el euro fue del 10,6% y como el peso argentino se mantuvo prácticamente estable contra el dólar, la devaluación de la moneda americana se traslada a la moneda local, lo que atenuó buena parte de la pérdida de competitividad por la mayor inflación local, respecto al Euro y otras monedas. Esta tendencia se está acentuando en los primeros dos meses del 2008: la devaluación del dólar respecto al euro fue del 4%.

El mismo razonamiento es extensible a otros países con los que comercia la Argentina. Por ejemplo, en el 2007 la inflación argentina del 17% (no vale la pena perder tiempo con la inflación oficial) fue cuatro veces más alta que la inflación en Brasil (4.5%). Para mantener nuestra competitividad con Brasil deberíamos haber devaluado el peso para contrarrestar esa mayor inflación.

¹ mbrodersohn@econometrica.com.ar



Sin embargo, vino en nuestra ayuda la decisión de Brasil de aumentar o apreciar el valor de su propia moneda. En efecto, el precio del real con relación al dólar se redujo en un año de 2.137 (diciembre 2006) a 1.78 (diciembre 2007). Ello permitió que la Argentina siga siendo competitiva con Brasil a pesar de la gran diferencia de inflación entre Argentina y Brasil. En los primeros dos meses del 2008 aumentó la diferencial de inflación con Brasil y por suerte Brasil acentuó su política de dejar caer el precio tipo de cambio a 1.67 por dólar. De esta forma, la política cambiaria brasilera sigue actuando como un contrapeso a la aceleración inflacionaria que exhibe la Argentina frente al Brasil.

Esta misma línea de razonamiento es extensible a Chile y Uruguay. En efecto, Chile también apreció el peso chileno con relación al dólar dado que lo redujo de 534.4 pesos chilenos por dólar (diciembre 2006) a 498 pesos en diciembre 2007. Ello ayudó a contrarrestar la mayor inflación argentina (17%) en relación a la chilena (7.8%). Uruguay, también, redujo el peso uruguayo de 24.4 pesos por dólar (diciembre 2006) a 21.58 en diciembre 2007 cuando su inflación fue del 8.3%.

Podemos ir a un caso más extremo. En los últimos doce meses el dólar retrocedió frente al yuan, moneda china, en un 8,2%. Ello permitió que el peso argentino siga siendo competitivo en nuestro comercio con China, contrarrestando la mayor inflación argentina que la china.

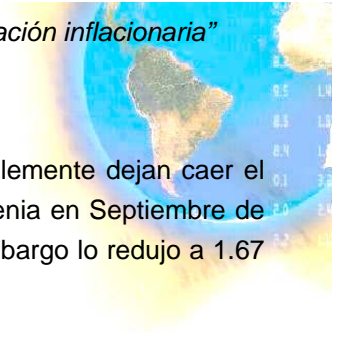
Como resultado de la devaluación del dólar frente a todas estas monedas, el tipo de cambio real multilateral se mantuvo prácticamente constante en los últimos cinco años. El cuadro N°1 nos muestra que gracias a la devaluación del dólar frente a las monedas de otros, la Argentina, con una inflación mucho mayor que la inflación internacional, pudo mantener el tipo de cambio real multilateral en los mismos y elevados niveles que tenía cuando salió de la convertibilidad.

Por supuesto, el razonamiento realizado hasta aquí no toma en cuenta un punto central: el fuerte aumento de los precios internacionales de nuestros productos de exportación, aún después de ser atenuados por los aumentos en las retenciones a las exportaciones de esos productos. Efectivamente este es otro factor que favorece nuestras exportaciones.

Por el contrario, la aceleración inflacionaria nos conduce a una importante apreciación del peso en relación con el dólar.

La política cambiaria argentina ha sido dual. Por un lado, la devaluación del dólar con respecto a las monedas de los países con los que comercializamos nos ha permitido mantener el tipo de cambio multilateral alto a pesar de la mayor inflación argentina. Pero por el otro lado, como la devaluación del peso con relación al dólar es muy inferior a la diferencia de inflación entre la Argentina y Estados Unidos, vamos perdiendo el “colchón” cambiario contra el dólar que se había instalado al salir de la convertibilidad.

Comparando la política cambiaria de la Argentina con la de nuestros países vecinos, podemos deducir que existen dos vías alternativas de atrasar o apreciar el peso con relación al dólar:



- Una de ellas es la que siguen Brasil, Chile y Uruguay. Estos países simplemente dejan caer el tipo de cambio contra el dólar (ver Cuadro N°2). Por ejemplo, Brasil que tenía en Septiembre de 2004 el precio del dólar en el mismo nivel de 3.00 que la Argentina, sin embargo lo redujo a 1.67 reales en la actualidad.
- El esquema anterior de política cambiaria es criticado por el gobierno argentino porque atenta contra la política de tipo de cambio alto. Sin embargo, pareciera no advertir que los elevados niveles de inflación conducen al mismo resultado que se critica. Este es el caso cuando la devaluación del peso argentino es mucho menor que la diferencia de inflación entre la Argentina y Estados Unidos. En efecto, en el 2007 la devaluación del peso argentino con relación al dólar fue del 3.6%, mientras la inflación en los Estados Unidos fue del 2.9% y en la Argentina fue del 17%.

El Cuadro N° 2 muestra para Argentina, Brasil, Chile y Uruguay la evolución de los tipos de cambios nominales y de la inflación para un periodo que se inicia en diciembre 2005 y que se proyecta hasta diciembre 2008. Así se observa que la Argentina en esos tres años devalúa el peso con relación al dólar en un 6.6%. La inflación en ese mismo periodo fue del 54%.

De esta forma, sea por caída del precio del dólar o sea por mayor inflación tanto en uno como en otro caso terminamos apreciando el peso con relación al dólar. El Cuadro N° 3 mide la evolución del tipo de cambio real para esos cuatro países.

Las conclusiones de este cuadro son sorprendentes para la Argentina que se vanagloria de su política de tipo de cambio alto. Allí se observa que en diciembre del 2008 la magnitud de apreciación del dólar en términos reales en la Argentina sería mayor que el real brasilero en el mismo periodo. En efecto, el precio del dólar ajustado por inflación es inferior al de diciembre 2005 en un 25.2% mientras que en Brasil, el país más conspicuo en la política de apreciación nominal de su moneda, la apreciación del real sería inferior (23.8%).

La explicación de esta contradicción es muy simple. Pesó mucho más en la caída en términos reales del valor del dólar la mayor tasa de inflación argentina que la caída nominal del real en relación al dólar. Consideraciones similares podemos hacer con Chile y Uruguay, con la salvedad que la apreciación del peso ajustado por inflación sería mucho menor en Chile (10%) y en Uruguay (19%) que en la Argentina.

Estos números señalan que como resultado de esta apreciación del peso contra el dólar, a fin del 2008 las ventajas de atraer turistas que tenía la Argentina van a ser menores para los brasileros, chilenos y uruguayos así como también que los salarios medidos en dólares van a ser cada vez más altos y menos competitivos en la Argentina. La misma pérdida de competitividad va a enfrentar la industria nacional frente a las importaciones en dólares. Este es un cambio sustancial en el esquema de tipo de cambio alto que se elaboró al salir de la convertibilidad. Dicho de otra manera, se está agotando el “colchón cambiario” vía inflación.



Pero el punto que más debemos prestar atención y destacar es que en diciembre el 2008 el valor del dólar en términos reales sería un 41.3% más alto que el precio del dólar en el momento de mayor atraso cambiario de la convertibilidad que fue en diciembre 2001.

Esta diferencia, en principio, suena como importante. Sin embargo, recordemos que en aquel entonces, como el atraso cambiario era tan significativo se sostenía que bastaba una devaluación del 40% para corregirlo. La devaluación fue mucho mayor. En pocos meses llegó a 4 pesos, para luego estacionarse en torno a 3.0/3.15 pesos en los últimos dos años. A fines del 2008 el valor del dólar en términos reales se acercará peligrosamente al nivel que tenía cuando recién salía de la convertibilidad.

El riesgo que se corre con este creciente atraso en el precio del dólar es que a fines del 2008 resucite el viejo y conocido comportamiento argentino de si conviene seguir ahorrando en pesos o, por el contrario, ahorrar en dólares como protección contra la inflación.

COMENTARIOS FINALES

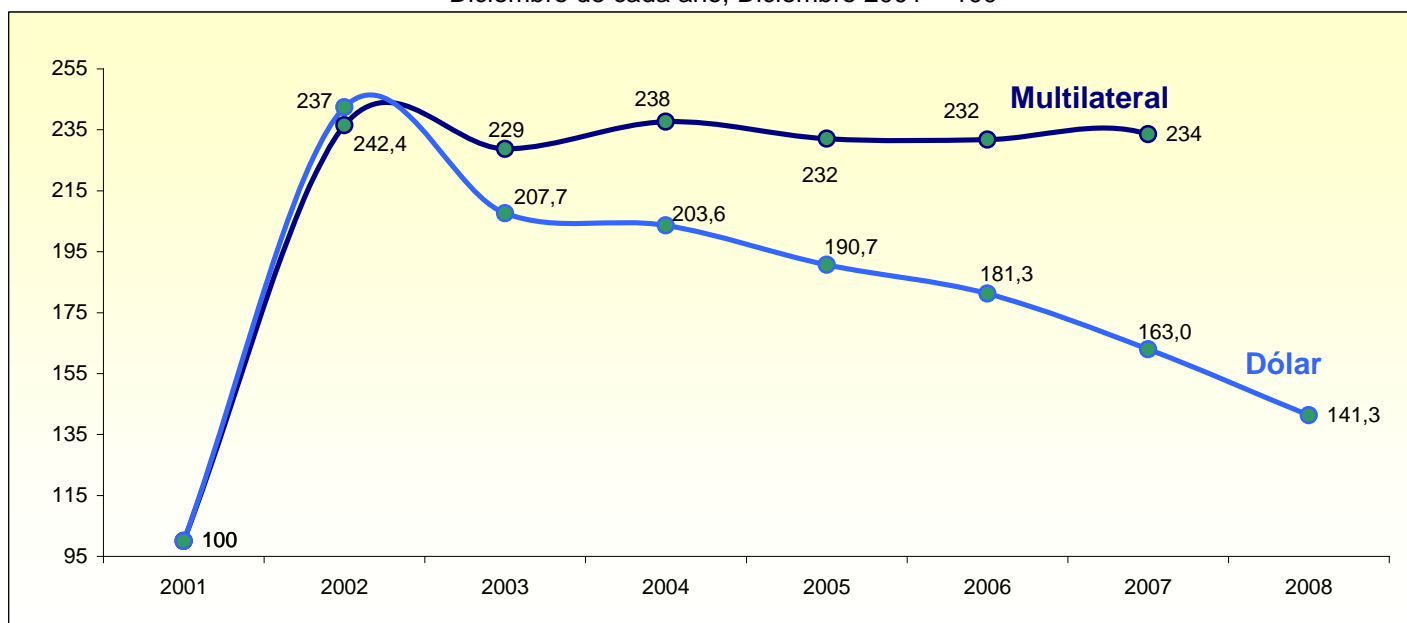
Este esquema dual cambiario basado en un tipo de cambio multilateral alto y un precio del dólar bajo tiene como debilidad su alta dependencia al precio internacional de la soja y al retroceso del dólar frente a otras monedas internacionales. Esta dependencia aumenta la vulnerabilidad de la actual estrategia de crecimiento económico frente a un shock externo. Si ese shock ocurre, esta vulnerabilidad va a terminar deteriorando la solidez del modelo en el campo fiscal y externo, que son en la actualidad los puntos más fuertes del modelo.

La conclusión final es muy simple y directa. La Argentina no tiene otra alternativa para sostener su política de tipo de cambio alto y salir de su política cambiaria dual que enfrentar la actual aceleración inflacionaria. Mentir con el Índice de Precios ha dejado de ser un instrumento útil.

Cuadro N° 1

Tipo de Cambio Real Multilateral y Bilateral (Dólar)

Diciembre de cada año, Diciembre 2001 = 100



Fuente: Econométrica en base a BCRA, U.S. Department of Labour, Consensus Forecasts y estimaciones propias

Supuesto: Inflación Argentina: 2007: 17%, 2008: 20%

Cuadro N° 2

Tipo de Cambio Nominal e Inflación

	Tipo de cambio nominal				Inflación		
	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-05/Dic-06	Dic-06/Dic-07	Dic-07/Dic-08
Argentina	3,012	3,042	3,15	3,21	9,8%	17,0%	20,0%
Uruguay	24,1	24,4	21,58	22,05	6,4%	8,3%	6,7%
Chile	514,2	534,4	498	490,6	2,6%	7,8%	4,2%
Brasil	2,34	2,137	1,78	1,838	3,1%	4,5%	4,4%
U.S.A.					3,2%	2,9%	2,8%

Fuente: Econometría en base a Latin American Consensus Forecasts

Cuadro N° 3

Evolución del Tipo de Cambio Real vs. Dólar

dic 2005 = 100

	Tipo de cambio Real			Variación Acumulada Dic 05/Dic-08
	Dic-06	Dic-07	Dic-08	
Argentina	94,7	86,0	74,8	-25,2
Uruguay	98,1	82,3	81,0	-19,0
Chile	104,6	92,9	90,2	-9,8
Brasil	91,4	74,9	76,2	-23,8

Fuente: Econométrica en base a Latin American Consensus Forecasts

Econométrica S.A.

economic research and forecasts