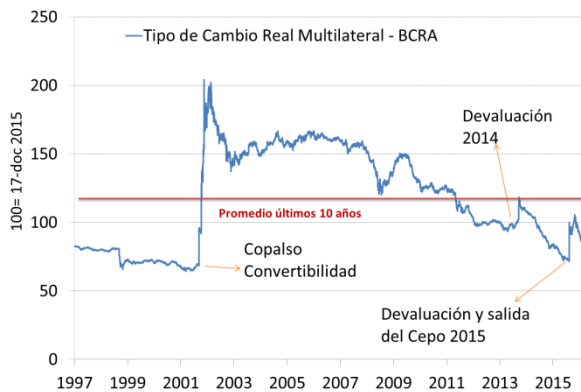


10 de marzo de 2017

## El atraso cambiario

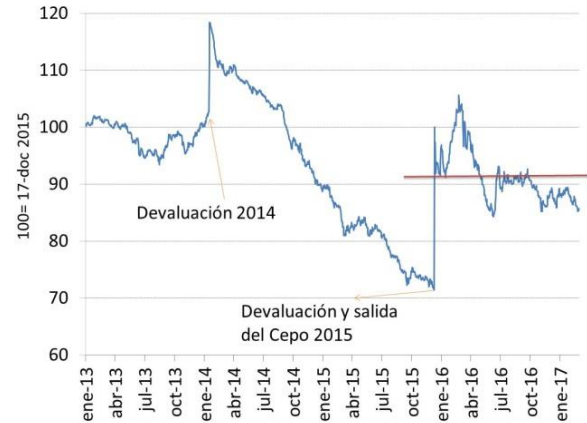
En las últimas semanas el debate sobre el atraso cambiario volvió a ganar preponderancia. Con la cotización del dólar retrocediendo y una inflación todavía alta, naturalmente la evolución del tipo de cambio genera impaciencias. Empecemos describiendo la dinámica para luego avanzar en el debate sobre la política económica.

Los economistas solemos analizar la evolución del tipo de cambio real multilateral o efectivo (TCRM). Este no es otra cosa que el precio relativo de nuestros bienes y servicios en relación a los países con los cuales comercializamos. En el primer gráfico observamos la evolución de los últimos diez años. La dinámica es bastante alarmante. Desde el 2009 a la fecha la apreciación del tipo de cambio real, o el atraso cambiario, ha sido fenomenal. La gestión anterior dejó este indicador prácticamente en los niveles previos al colapso de la convertibilidad. Mirando en retrospectiva, incluso la devaluación efectuada por la nueva gestión pasa casi desapercibida en la gráfica, el atraso cambiario es substancial.



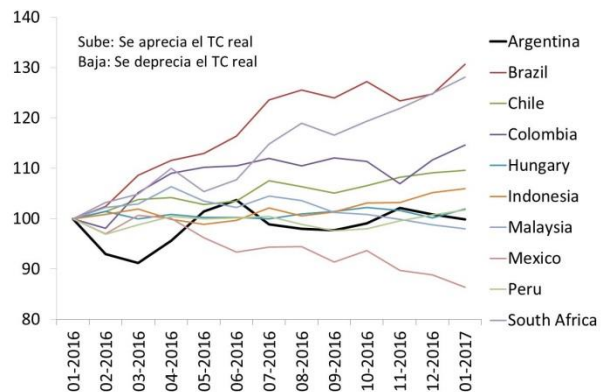
Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

Ahora observemos el mismo indicador pero aumentando el foco. La devaluación de diciembre de 2015 prácticamente corrigió un año y medio de atraso cambiario. La corrección fue brusca y sus secuelas, tanto en términos de actividad como de precios, se hicieron sentir con fuerza en 2016. Si bien el billete local estuvo prácticamente planchado y la inflación superó el 40%, gracias a que las monedas de nuestros socios comerciales se apreciaron frente al dólar, el TCRM todavía se ubica un 20% por arriba de los niveles previos a la última devaluación.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

En sintonía con lo anterior, en el siguiente gráfico observamos la evolución del TCRM de otros países emergentes desde diciembre de 2015 a la fecha<sup>1</sup>. En este caso, cuando la serie sube indica que el TCRM se aprecia o el país se encarece (al revés que el gráfico anterior). Como se puede ver, la mayoría de las economías emergentes se apreciaron en términos reales durante los últimos meses. Nuestro país mostró incluso una de las menores apreciaciones en términos relativos.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BIS.

Primera conclusión, luego de la devaluación el TCRM no se apreció en la magnitud en que las charlas de café aseveran. La dinámica del dólar a nivel global amortiguó parte del efecto. Ahora bien, ¿lo mencionado hasta aquí justifica la pasividad del Banco Central en materia cambiaria? Creo que no. Un café cuesta más caro en Buenos Aires que en Madrid, Londres y Nueva York, claramente el atraso cambiario preocupa.

<sup>1</sup> En realidad al mes pasado, último dato disponible

El Banco Central implementó un régimen de metas de inflación. Estos esquemas se caracterizan por no tener estrictamente un objetivo monetario o cambiario y sólo buscan cumplir una meta, mantener la inflación en un rango determinado. Para lograr dicha meta, el principal instrumento es la tasa de interés. No entremos en el largo debate académico y centrémonos muy brevemente en los hechos.

Muchos críticos de estos regímenes sostienen que los Bancos Centrales para cumplir con la meta elevan la tasa de interés, incentivan la entrada de capitales y dejan apreciar el tipo de cambio. Con lo cual, el principal mecanismo para bajar la inflación es el atraso cambiario. Brasil suele citarse como ejemplo. Fuerte atraso cambiario y déficits que terminaron con la recesión más profunda del último siglo.

Del otro lado, los férreos defensores (como las actuales autoridades del BCRA) sostienen que con disciplina monetaria, manejo de la tasa de interés y credibilidad en el compromiso del Banco Central, las metas de la inflación serán alcanzadas. Suelen citar como buenos alumnos de estos regímenes a Israel o Chile. Bajaron la inflación y crecieron sostenidamente.

Como casi siempre, entre posturas opuestas, está la coyuntura. Desde hace años atravesamos un fuerte desequilibrio fiscal. La gestión anterior eligió principalmente la emisión como mecanismo de financiación, dando como resultado un feroz atraso cambiario. La nueva gestión decidió reducir la monetización y en cambio tomar deuda. Pero dado nuestro diminuto mercado de capitales y las fuertes necesidades de financiamiento, el principal prestamista es el resto del mundo. Con lo cual, el déficit termina en entrada de dólares financieros fomentando (adivine) el atraso cambiario.

La única diferencia entre ambas alternativas, es que en la segunda posiblemente el BCRA pueda bajar la inflación, reducir la nominalidad de la economía y a mediano plazo desanclar los precios del tipo de cambio. Pero para esto hay que tener mucha paciencia.

En el corto plazo, ambos caminos promueven el atraso cambiario. La raíz del problema es el déficit fiscal. ¿Puede hacer algo el Banco Central

en el corto plazo para atenuar el impacto? Podría intervenir moderadamente en el mercado, para ponerle un piso al dólar. Intervenciones ocasionales pueden ayudar a moderar el impacto. ¿Puede hacer algo el Ministerio de Hacienda en el corto plazo? Nada ya que eligió el gradualismo, pero es el principal responsable a mediano plazo. ¿Y el Ministerio de Finanzas? Sí, priorizar las emisiones locales hasta donde el mercado pueda absorber para contener la entrada de capitales, y marcarle la cancha a las provincias.

En resumen, el atraso cambiario tiene su origen en el déficit fiscal, con lo cual su corrección requiere paciencia, políticas de largo plazo y dejar el populismo a un lado. Sin embargo, en el corto plazo la política económica podría y debería hacer algo más para contener el impacto. Como me dijo una vez un gran profesor, el principal remedio para corregir el atraso cambiario es no haberlo dejado apreciar en primer lugar.

Buen fin de semana,

**Juan Battaglia**  
*Economista Jefe*