

ESEADE



Informe Semanal
Económico

Año 2 – N°34

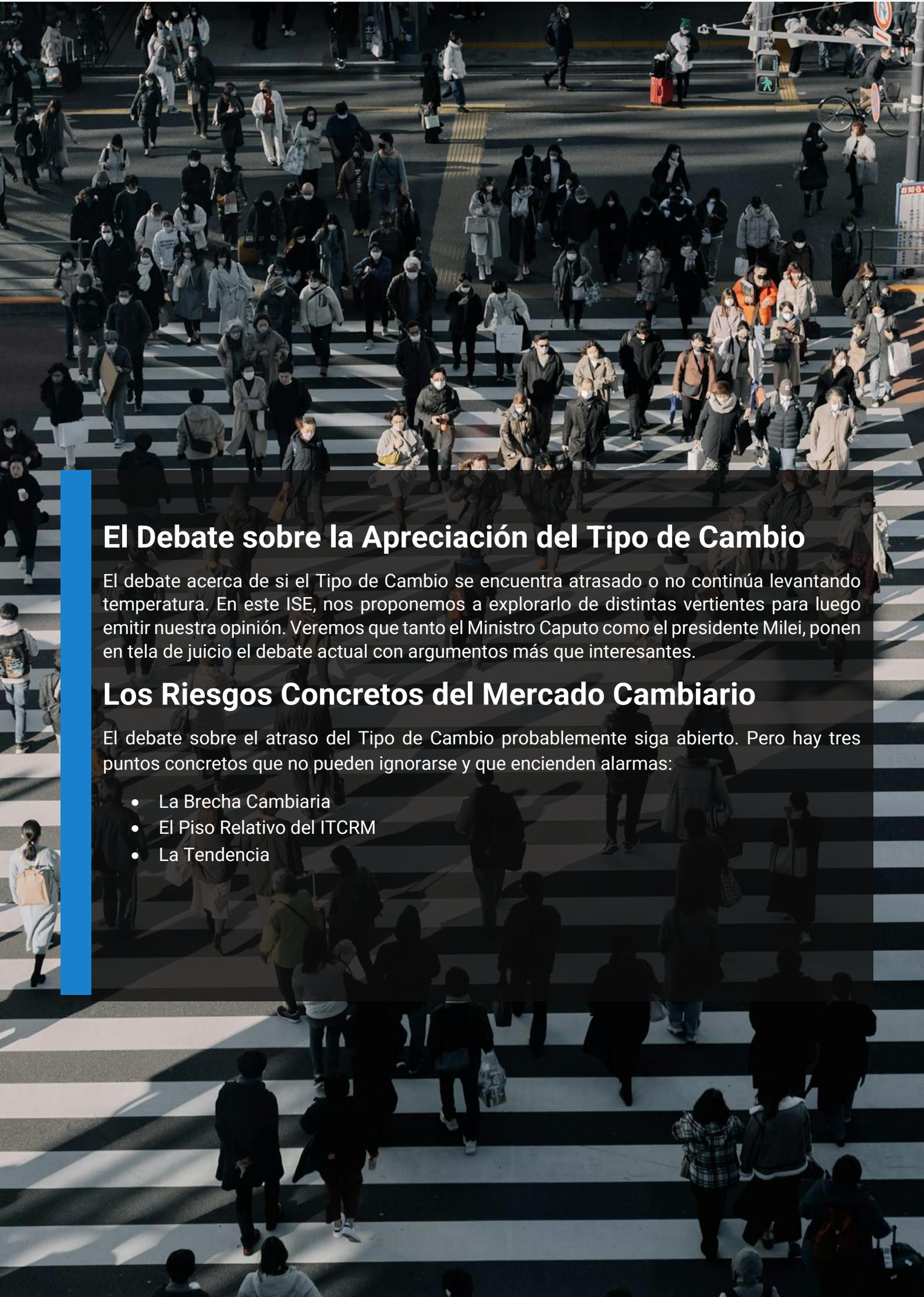
27/06/2024

Informe Semanal Económico



Por Iván Cachanosky

Director Dpto. de Economía y Cs. Sociales ESEADE



El Debate sobre la Apreciación del Tipo de Cambio

El debate acerca de si el Tipo de Cambio se encuentra atrasado o no continúa levantando temperatura. En este ISE, nos proponemos a explorarlo de distintas vertientes para luego emitir nuestra opinión. Veremos que tanto el Ministro Caputo como el presidente Milei, ponen en tela de juicio el debate actual con argumentos más que interesantes.

Los Riesgos Concretos del Mercado Cambiario

El debate sobre el atraso del Tipo de Cambio probablemente siga abierto. Pero hay tres puntos concretos que no pueden ignorarse y que encienden alarmas:

- La Brecha Cambiaria
- El Piso Relativo del ITCRM
- La Tendencia

El Debate sobre la Apreciación del Tipo de Cambio

El debate acerca de si el Tipo de Cambio se encuentra atrasado o no continúa levantando temperatura. En este ISE, nos proponemos a explorarlo de distintas vertientes para luego emitir nuestra opinión. Lo primero que haremos es mostrar una de las maneras de cómo se solía medir o intentar capturar un eventual atraso o no del tipo de cambio. Luego, veremos que tanto el Ministro Caputo como el presidente Milei, ponen en tela de juicio el debate actual con argumentos más que interesantes. Comencemos entonces por recordar una de las metodologías más usadas en este debate, metodología que hemos mostrado en informes anteriores.

Una Metodología Clásica, pero... ¿Errada?

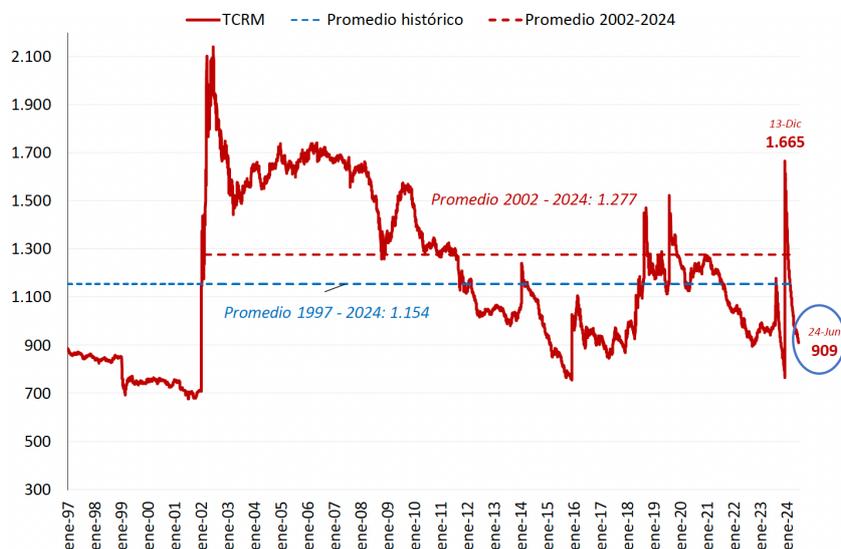
Siempre que se debatía si el Tipo de Cambio se encontraba atrasado o no en Argentina, era recurrente mirar el Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral que publica el BCRA de manera diaria. Este índice, refleja cuál es el tipo de cambio en términos reales contra una canasta de monedas (por eso se llama Multilateral). Además, el BCRA lo presenta transformado en un índice.

El Gráfico I muestra el índice publicado por el BCRA del Tipo de Cambio Real Multilateral. Sin embargo, en lugar de expresarlo en el valor índice, expresamos toda la serie a valores del Tipo de Cambio Oficial de hoy. El último dato utilizado en el gráfico es del 24 de Junio cuando el Tipo de Cambio Oficial era de \$909 por dólar. Luego, la serie refleja a valores de hoy cuánto estaría el tipo de cambio en fechas anteriores. Por ejemplo, cuando el gobierno asumió y devaluó en Diciembre el Tipo de Cambio a \$800 por dólar; esos \$800 a valores de hoy equivaldrían a \$1.665 por dólar. En concreto, el Gráfico expresa el índice a valores de hoy.

Nótese que hay dos líneas punteadas horizontales. Una línea bordo que refleja el promedio de estos valores (a pesos de hoy) desde el 2002 hasta el último dato. Luego, la línea azul que realiza lo mismo, pero desde 1997. Por lo general, se suele decir que, si el Tipo de Cambio Real se ubica por debajo de esas líneas, entonces estaría atrasado.

GRÁFICO I: TCRM al Oficial

Datos a precios del 24 de Junio del 2024



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

Observando el Gráfico I, claramente se evidencia que el valor de \$909 por dólar está bastante por debajo de las líneas de promedio que se utilizan para medir niveles de apreciación/depreciación. Más aún, no está muy lejos del piso relativo de Diciembre del año pasado, cuando el gobierno entrante de LLA decidió devaluar. Luego de la devaluación, con un *Crawling Peg* del 2% (devaluaciones mensuales) versus una inflación que iba a mayor velocidad, el tipo de cambio comenzó a apreciarse rápidamente.

Bajo un análisis convencional, la mayoría de los economistas dirían que el Tipo de Cambio está atrasado. Pero este no es un momento convencional de Argentina y se está intentando llevar adelante reformas estructurales. Hay por lo menos tres argumentos que critican esta metodología para determinar si el Tipo de Cambio está atrasado o no.

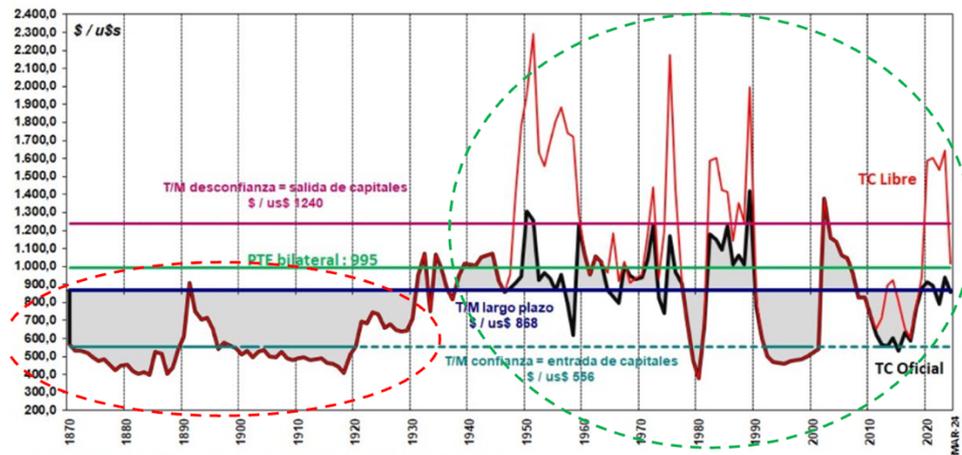
1. El gráfico del ITCRM se debe mostrar a más Largo Plazo
2. El Argumento Caputo
3. El Argumento Milei

El Gráfico del ITCRM se debe mostrar a más Largo Plazo

Numerosos economistas destacados sostienen que el gráfico publicado por el BCRA del ITCRM es de corto plazo. Por esa razón, debería buscarse una serie más larga. Hace unos pocos meses, la consultora de Orlando Ferreres (OJF) publicó un gráfico a más Largo Plazo. El Gráfico II elaborado por OJF muestra esta data desde 1870 hasta Marzo 2024.

GRÁFICO II: TIPO DE CAMBIO REAL

Ajustado por IPC Argentina y EE.UU. a precios de Marzo 2024



Fuente: OJF

Cuando se agrega la data desde 1870, se puede observar que hasta 1940 aproximadamente, Argentina convivía con un Tipo de Cambio más bien bien apreciado. Luego, hay un cambio de paradigma y a partir de 1950 en adelante, la serie del Tipo de Cambio se vuelve sumamente volátil. Estas cuestiones estarán vinculadas al Argumento Caputo y al Argumento Milei.

Sin embargo, antes de desarrollar ambos argumentos, vale la pena ahondar en el Gráfico. El Argumento de varios economistas es que, si se toma una serie larga como la que muestra OJF, entonces los promedios históricos también van para abajo y se puede observar que el Tipo de Cambio Oficial al final de la serie, se encuentra en el piso de los promedios y no por debajo, como ocurre con la serie más corta publicada por el BCRA. Ergo, el Tipo de Cambio no estaría atrasado.

El punto es interesante, pero no necesariamente del todo válido. No es lo mismo la Argentina de 1870 (círculo rojo) que la del 2024 (círculo verde). En la Argentina de 1870, el país funcionaba y no tenía desequilibrios estructurales. En la Argentina post 1950 y hasta el 2024, los desequilibrios fueron creciendo. Compararlos o empalmarlos mete ruido en la serie ya que Argentina no tiene hoy ni la riqueza ni el equilibrio económico de 1870. Hace más sentido comparar los promedios dentro de los paradigmas en los que se encuentra el país ya que esa es su situación hoy. El hecho de que varios economistas (que muchos de ellos antes no miraban la serie larga) ahora quieran hacer hincapié en el Largo Plazo, suena más a una justificación para forzar que el Tipo de Cambio caiga dentro de los promedios.

El Argumento Caputo

El Ministro de Economía, Luis “Toto” Caputo, abrió un debate más que interesante en este tema. Caputo sostiene que cuando se hacen los deberes de ordenar la macroeconomía, entonces es de esperar que el dólar esté más barato. Desde el punto de vista teórico, la afirmación es cierta. Prueba de ello es que en el Gráfico II, se observa que desde 1870 a 1930, Argentina convivió con un tipo de cambio bajo porque en esos años tenía una economía ordenada. El punto es válido. Lo que no es cierto es el contexto en el que aplica la frase el Ministro. La tarea aún no está hecha, recién se están dando los primeros pasos para normalizar la economía. Es cierto que hay equilibrio fiscal en el primer semestre, pero se ha alertado de los riesgos de la sostenibilidad del mismo en informes anteriores. En otras palabras, Argentina podría estar en un punto de inflexión para iniciar el camino a ser un país normal. Pero eso está muy lejos de que “la tarea esté hecha”. Más aún, Argentina aún está en el paradigma del redondel verde del Gráfico II, no el paradigma del redondel rojo.

Por más cierta que sea la afirmación teórica del Ministro Caputo, en la práctica aún no estamos allí y el recorrido es largo. No nos olvidemos que la Ley Bases fue bastante desguazada y esto obligará al oficialismo a dar muchas pequeñas batallas de futuras reformas.

El Argumento Milei

Así como la declaración de Caputo se puede relacionar con la Argentina de 1870, el punto del presidente Javier Milei hace alusión a la Argentina 1950-2024, donde en el Tipo de Cambio Real reina la volatilidad. El punto de Milei también es muy interesante. El presidente sostiene que no debe mirarse el ITCRM publicado por el BCRA para ver si el Tipo de Cambio está atrasado. Es que, por su extremada volatilidad, sostiene Milei, no podemos concluir si el Tipo de Cambio está atrasado.

Al igual que con Caputo, el punto es cierto. Pero también es cierto que, si con el ITCRM no puede concluirse que el Tipo de Cambio está atrasado, tampoco puede concluirse que no está atrasado. ¿Y entonces?

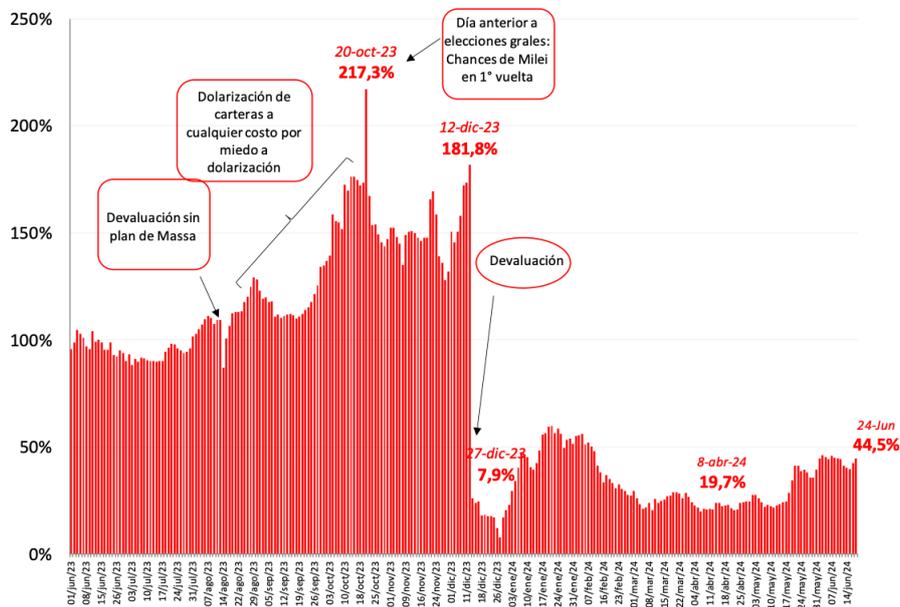
Los Riesgos Concretos del Mercado Cambiario

El debate sobre el atraso del Tipo de Cambio probablemente siga abierto. Pero hay tres puntos concretos que no pueden ignorarse y que encienden alarmas: i) La Brecha Cambiaria, ii) El piso relativo del ITCRM y iii) La tendencia.

La Brecha Cambiaria

Los dólares paralelos se recalentaron en los últimos días y la brecha comenzó a crecer nuevamente. Es cierto que no está en niveles preocupantes, por lo tanto no es una alarma roja por el momento. Pero si la tarea estuviera hecha, no deberíamos observar refugio en el dólar cuando se toman algunas medidas macroeconómicas. Por otro lado, la brecha estuvo por un largo tiempo en torno al 20% y con un *Crawling Peg* del 2% mensual. Era de esperar que en algún momento esto sufra alguna corrección al alza. Pero si la brecha continúa creciendo, ¿seguirán sosteniendo desde el gobierno que no hay atraso cambiario? Todo esto además ocurre en un contexto en donde hay que salir del cepo cambiario cuanto antes.

GRÁFICO III: BRECHA CAMBIARIA ENTRE EL DÓLAR OFICIAL Y EL CCL



Fuente: BCRA y Ámbito Financiero

El Piso Relativo del ITCRM

Si bien es cierto que el ITCRM presenta una alta volatilidad en la Argentina 1950-2024, esto no implica que se deban ignorar algunos datos. Desde luego que la serie tiene ruido, pero no es lo mismo estar un poco por debajo de los promedios que notoriamente debajo de los promedios. Si una balanza está mal calibrada, igual nos da información de si subimos o bajamos de peso. Se podría argumentar que cercano a los promedios es difícil determinar la apreciación o depreciación del Tipo de Cambio, pero es más difícil sostener esa afirmación si estamos cerca de los extremos. Pues bien, el último dato no se encuentra muy alejado del último piso relativo, que casualmente es el piso donde el gobierno de LLA decidió devaluar.

La Tendencia

Por último, la Tendencia también es importante. Asumiendo que la inflación mensual se estabiliza en niveles del 4 o 5% mensual y que las devaluaciones mensuales continúan siendo del 2%, entonces la tendencia es a que se esté apreciando el Tipo de Cambio, ya que las reformas estructurales (hacer la tarea) serán más bien gradualistas que de shock por la debilidad en el Congreso.

Tomando el punto de JM de que no se puede concluir que el Tipo de Cambio está atrasado (pero tampoco sabemos si no está atrasado) y asumiendo el largo recorrido de las reformas estructurales (mucho tarea por hacer); entonces un *Crawling Peg* del 2% mensual versus inflación del 4-5% mensual implica que el Tipo de Cambio de mañana estará más apreciado que el de hoy. Y esa es la tendencia en tanto no haya cambios de política monetaria y cambiaria.

Iván Cachanosky

Director del Departamento de Economía y Ciencias Sociales

Director de la Maestría en Economía y Ciencias Políticas