

INFOGRAFÍA

POLÍTICA CAMBIARIA

El peso extra de los intereses de la deuda por el dólar superior a las proyecciones presupuestarias será de U\$S 1.500 millones en los próximos 2 años.



Autoridades
UNIVERSIDAD NACIONAL
DE AVELLANEDA

RECTOR
Ing. Jorge Calzoni

SECRETARIA GENERAL
A cargo de la Coordinación del
Observatorio de Políticas Públicas
Dra. Patricia Domench

COORDINADOR
Módulo Política Económica
Mg. Santiago Fraschina

RESUMEN EJECUTIVO

- El aumento del tipo de cambio en los dos últimos meses determinó nuevas presiones inflacionarias, además de una creciente inestabilidad que se transmitió a los actores de la economía real cuyas decisiones se ven incididas por el dólar.
- Lejos de ser neutro, en nuestra economía el tipo de cambio es un canal determinante del grado de estabilidad de la economía. Influye sobre factores de largo plazo, como la competitividad externa de determinado sector, como sobre decisiones de corto plazo, por su incidencia sobre costos de producción internos.
- Es por esto que la incertidumbre cambiaria se transmite al resto de la economía. Por caso, buena parte de los listados de precios mayoristas que disponen empresas que comercializan a escala, tuvieron aumentos porcentuales casi automáticos en estos meses, y de la misma magnitud del salto en el valor del dólar.
- Claro está que este fenómeno no se neutraliza en el canal mayorista, sino que, con determinado rezago se replica en los precios al consumidor final.
- En un año donde el cumplimiento de la meta de inflación se vuela a presentar como una de las claves del éxito de la política monetaria, su evolución es clave para minimizar el desvío del avance de precios respecto del 15% de objetivo oficial.
- La variación de precios en el primer bimestre, signada por el aumento de tarifas y demás bienes y servicios dolarizados, imprime presión sobre el IPC y la tentación del Banco Central de utilizar el tipo de cambio como nueva ancla inflacionaria.
- En este marco, la presente infografía discute sobre el impacto de la devaluación sobre el resto de la economía. En especial, discurremos sobre sus efectos en precios, tarifas de servicios públicos e incentivos productivos sobre la economía real.
- En primer lugar, desde noviembre de 2017 el tipo de cambio está subiendo por encima de la tasa de inflación, redundando en una devaluación real del peso. En el promedio del trimestre noviembre-febrero se acumula más de un 12,3% de devaluación.
- Esta aceleración de la tasa de depreciación del peso argentino se posiciona por sobre la mayoría de los procesos devaluatorios recientes. Por caso, en los últimos quince años, la devaluación actual sólo fue superada por los procesos que se sucedieron a fines de 2015 (+42,9%) y a inicios de 2014 (+25,8% promedio).
- El principal efecto pernicioso del aumento en el tipo de cambio es su pasaje a precios. Una medida de esto se tiene a partir del segmento “importados” del índice de precios mayoristas, que presenta un aumento del 7% en tan sólo el primer mes del año.
- Lejos de estar controlada, las consecuencias indeseables de la desvalorización monetaria llevaron al gabinete económico a intervenir en su cotización. En lo que va de año, se acumulan ventas por U\$S 875 millones entre el BCRA y el Banco Nación.
- Lejos de un funcionamiento libre, desde inicios de 2016 las compras para contener el valor del dólar ya acumulan más de U\$S 3.900 millones, esto representa más de un 10% de la variación de reservas del último bienio.
- Así, el aumento del tipo de cambio fue ampliamente superior al esperado un bimestre atrás. En la actualidad, la cotización del dólar supera a la proyección del gabinete económico incluida en el Presupuesto 2018, para el año corriente y también para 2019, donde se esperaba que promedie los \$20,4.
- Con todo, el peso extra de los intereses de la deuda por el dólar superior a las proyecciones presupuestarias será de más de U\$S 1.500 millones en los próximos dos años.

INTRODUCCIÓN.

El fenómeno inflacionario es uno de esos problemas estructurales de la economía argentina y no existen aún consensos generalizados sobre cuál es la mejor receta para combatirla. El manual ortodoxo refiere que la inflación es un fenómeno estrictamente monetario y que por lo tanto no hay otra cosa que hacer más que reducir la cantidad de dinero en circulación. Según esta visión, cuando el gobierno gasta más de lo que recauda necesita a menudo endeudarse y en ocasiones es el Banco Central quien imprime dinero para financiarlo. El recetario ortodoxo cierra afirmando que el “Banco Central debe dejar de emitir y el gobierno de incurrir en déficit”. No obstante, en la práctica, lo anterior generalmente se convalida mediante una reducción del gasto público y aumento de la tasa de interés para secar la plaza. La economía entra entonces en un ciclo recesivo crónico, ya que la propia recesión reduce la capacidad del estado para recaudar, ergo, el déficit fiscal no termina nunca de eliminarse y la recesión económica se profundiza. Sin embargo, la teoría ortodoxa no contempla que los procesos inflacionarios en ocasiones suelen ser complejos y multicausales. Una variable que se omite a menudo y que los argentinos estamos muy acostumbrados en ver como dicha variable termina impactando en los precios, es el dólar. En una estructura productiva desequilibrada como la de la economía argentina, donde la canasta de consumo alimentario de las familias y la energía están relacionadas con los precios internacionales, y donde buena parte de los insumos y la maquinaria importada

por la industria nacional están valuadas en dólares, los aumentos en el precio de esta divisa terminan por sí mismos impactando en la dinámica general de los precios de la economía interna.

Analizando la coyuntura, y los recientes movimientos de la tasa de cambio, se advierte que la macroeconomía no solo no acompaña por los fundamentales. La confianza y expectativas también se han deteriorado, incrementando el grado de incertidumbre en el que se mueven los agentes económicos. Uno de los hechos que más contribuye al escepticismo económico es justamente la alta volatilidad que se está observando en el tipo de cambio, con corridas cada vez más frecuentes.

Aunque se comprende que la existencia de un sistema de tipo de cambio fijo sería la mejor solución, en tanto impide manejar los shocks que puedan ocurrir en la economía local o internacional, lo cierto es que el actual modelo económico, que combina una libertad casi total para el flujo de capitales, con endeudamiento externo y desequilibrios fiscales y de cuenta corriente, está trayendo sobresalto a variables clave que suelen mirarse a la hora de tomar de decisiones importantes con impacto directo en la economía real. Por lo pronto, el actual sistema cambiario parece tambalear en algunos aspectos. En particular, el viraje hacia un modelo financiero especulativo, constituye un fuerte retroceso para el empresario fabril, ya sea una pyme o una multinacional.

En este sentido, se debe tener en cuenta que para que

prospere una decisión de inversión real, cuya tasa de rentabilidad esperada se calcula en un determinado escenario económico de mediano y largo plazo, los inversores deben contar un adecuado nivel de certidumbre, que justifique asumir el riesgo que supone el desembolso. Sin embargo, por el contrario, lo que se advierte en la actualidad es un modelo económico que empieza a flaquear, por hechos internos y externos, con dudas en la viabilidad económica y política que hasta hace poco era descontada.

Como se mencionó, los impactos negativos de la devaluación sobre la economía se dan por distintas vías. En primer lugar, la suba del dólar promueve incrementos en los precios y caída en el poder adquisitivo de la población. Cuando se produce un salto del dólar los precios se mueven al alza rápidamente, perjudicando a los asalariados, jubilados y pensionados, entre tantos otros sectores de la población. En este punto, vale recordar el alza del índice de precios mayoristas de 4,6% en enero pasado, como antesala del traslado al índice minorista. Por otra parte, se desincentivan inversiones reales, y no solo por aumentos en costos productivos y mermas en el consumo. Los saltos del tipo de cambio generalmente generan reacciones de las autoridades de la política monetaria, que deben garantizar un mayor rendimiento de activos alternativos vía la tasa de interés. De esta manera, se instala un escenario de alta especulación financiera. Cuando la especulación está a la orden del día, lo primero que se reciente es la inversión productiva, que es lo que se necesita para crecer y generar empleo a nivel país.

Lo que está ocurriendo con el dólar, con una suba superior al 10% en pocas semanas, nos retrotrae a tiempos donde se

hacían jugosas ganancias en períodos muy breves, donde los inversores especulan constantemente, ya sea porque ven que es tiempo de carry trade o de pasarse al dólar. No es un hecho menor, el terreno fértil para la especulación tiene efectos nocivos en el crecimiento de largo plazo, con efectos de ralentización e impacto en el emprendedurismo.

En reiteradas ocasiones desde las autoridades que manejan la política monetaria se sostiene que es momento acostumbrarse a los saltos cambiarios. No obstante, los sectores empresariales reclaman previsibilidad, reglas claras, mercados propicios y que se atempere la presión financiera a la que se ven sometidos.

La liberación de los flujos económicos y financieros -en el contexto actual- se está transformando en una carga. El comercio internacional comienza a restringirse con medidas proteccionistas (sobresalen los casos de EE.UU con el biodiesel y recientemente la posibilidad en acero y aluminio), que afectan sobremanera a las exportaciones argentinas y suman presión al dólar. El aumento de la tasa de interés de la Reserva Federal norteamericana es un duro golpe para continuar con el ritmo de endeudamiento que ha encarado el Gobierno. En este contexto, se hacen flagrantes las debilidades del modelo económico que se ha adoptado, que se apoya en una reducida cantidad de pilares, los cuales hoy están siendo golpeados. Junto con algunos factores extraordinarios, como la sequía que está atravesando una parte de la zona agropecuaria del país, los cimbronazos repercuten de manera amplificada.

Las últimas ruedas cambiarias muestran la alta volatilidad que tiene el tipo de cambio, al punto que el Banco Central tuvo

nuevamente que salir a intervenir. Aunque actualmente el BCRA cuenta con suficientes reservas para jugar fuerte en el mercado, las últimas intervenciones no dejan de ser preocupantes, debido a la cantidad de deuda que se contrajo para financiar este proceso.

En este escenario, si se siguen produciendo saltos cambiarios, la inversión se verá más afectada y el crecimiento será aún menor al previsto. Por lo pronto, ya existen señales claras de que muchos empresarios han frenado sus proyectos de inversión. Mientras tanto, el capital acumulado se mueve en manada hacia activos alternativos, como Lebacks, acciones o dólar.

¿FLOTAR O INTERVENIR?

Desde el inicio de la actual gestión del BCRA las autoridades del organismo han reivindicado como la función primordial del mismo se encontraba en el control de la inflación. Asimismo, y en el afán de explicar los fundamentales que explican la inflación, ponían su foco en la emisión monetaria, restando importancia a los fenómenos cambiarios. Sin embargo, en la práctica el oficialismo ha tomado nota sobre la cotización del dólar y su impacto inflacionario sobre la economía local y ante cada disparada de esta divisa el BCRA intervino para contener su precio y morigerar el efecto inflacionario de los movimientos en el tipo de cambio. Como resultado de las intervenciones, el BCRA se ha desprendido de cuantiosas reservas. La primera intervención ocurrió el 18 de febrero de 2016, cuando el BCRA salió a vender 35 millones de

dólares para contener el alza del dólar. Esta práctica se hizo constante, de modo de cada disparada en el tipo de cambio le costaban millones de dólares de reservas al BCRA. En otras oportunidades el Central ordenó la intervención a través de otras entidades. Un ejemplo es la reciente intervención en el mercado cambiario entre enero y febrero de este año a través del Banco Nación, que le costaron la venta de 400 millones de dólares para “planchar” la subida. En la siguiente tabla se muestra la pérdida de reservas en por intentos de contención del dólar

INTERVENCIONES DEL BCRA PARA CONTENER EL VALOR DEL DÓLAR

(en millones de U\$S corrientes)

Periodo	Intervenciones vendedoras del BCRA y bancos públicos	Caída acumulada de reservas
23 de febrero al 1 de marzo de 2016	-676	-676
30 de junio de 2017	-530	-1.206
28 de julio al 11 de agosto de 2017	-1.837	-3.043
8 febrero al 9 de marzo de 2018	-885	-3.928

Fuente: elaboración propia, en base a series estadísticas BCRA.

Como se ve, en las distintas intervenciones del BCRA se han erosionado las reservas de dicho organismo. Las intervenciones entonces, no son neutrales, sino que refuerzan la propia inestabilidad del sistema económico vigente. Cuando el BCRA sale a vender dólares, reduce sus reservas y los agentes toman nota de esta situación.

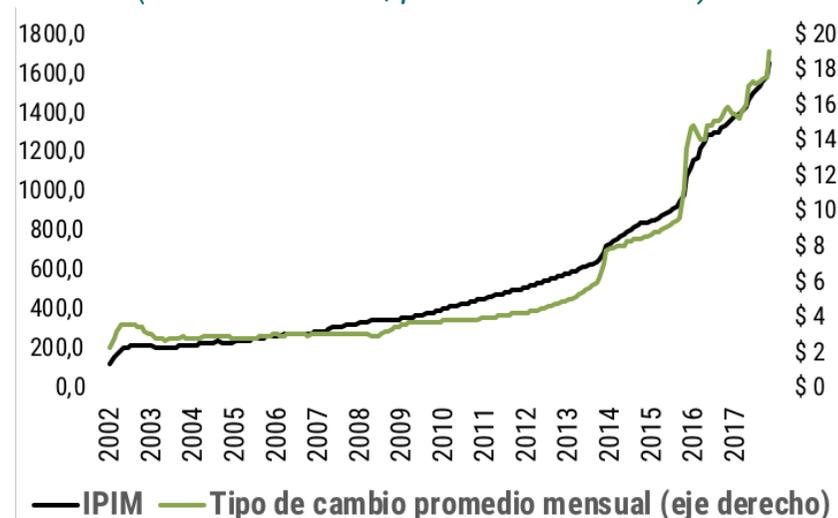
IMPACTO SOBRE PRECIOS MAYORISTAS

En este apartado se analiza la relación entre la depreciación del peso argentino y los precios locales mayoristas. Para estudiar la evolución de los precios mayoristas se utiliza el Índice de precios internos al por mayor (IPIM) y el Índice de precios internos básicos al por mayor (IPIB) elaborados por el Indec. Estos miden la evolución de los precios a los que el productor y/o importador directo venden sus productos en el mercado doméstico a nivel mayorista, con la particularidad de que incluyen solo bienes y no servicios. A su vez, la diferencia entre ambos es que los precios básicos tienen descontada los efectos de la política impositiva. Además, se toma el tipo de cambio nominal promedio mensual. La discontinuidad y el apagón estadístico ocurrido tras la asunción de la nueva administración nacional llevaron a la pérdida de los valores de crecimiento mensual de los precios mayoristas para los meses de noviembre y diciembre de 2015, lo cual, sumado al cambio de metodología en la confección de dichos índices, trajo dificultad para reconstruir la serie completa de precios mayoristas. Se optó, para esos meses, utilizar el índice de precios al consumidor de la Ciudad de Buenos Aires.

Como se puede observar en el siguiente gráfico, la relación de largo plazo entre el tipo de cambio nominal y los precios mayoristas es notoria. En primer término, se puede notar cómo la devaluación del año 2002 impactó en la inflación mayorista, de manera menos que proporcional. Esto redundó en un aumento del tipo de cambio real. Esta diferencia se fue

disipando con el correr del tiempo y el tipo de cambio nominal empezó a crecer menos que los precios mayoristas. Por otro lado, el salto en el valor del dólar de enero del 2014 volvió a darle otro importante impulso a los precios mayoristas, aunque no superó al impacto inflacionario que la liberalización del dólar de diciembre de 2015 supo darle al valor nominal de la divisa.

CORRELACIÓN TIPO DE CAMBIO Y PRECIOS (índice 1993=100, período 2002 a 2018)



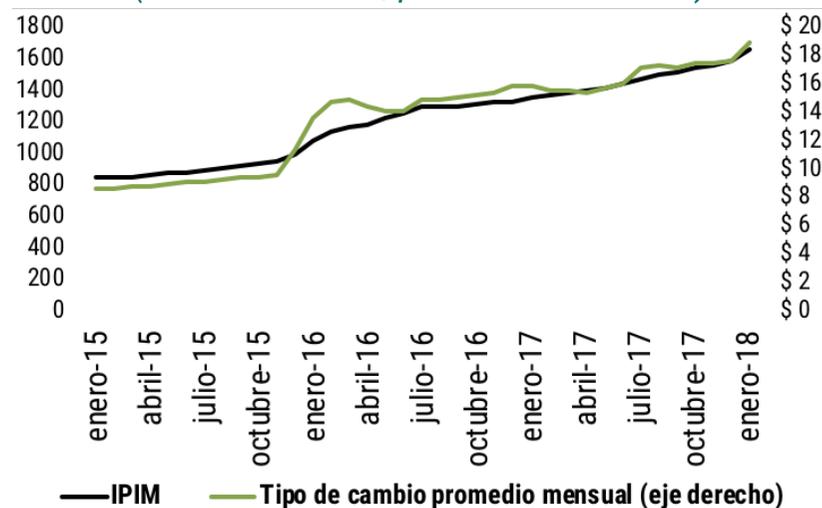
Fuente: elaboración propia en base a BCRA e IPIM-Indec.

Haciendo foco en el período enero 2015 - enero 2018, se puede analizar la relación entre el dólar y los precios con mayor

acercamiento. Se nota en este lapso cómo la relación aparentemente estable entre precios e inflación, se dispara a fines de 2015 a partir del cambio de gobierno y a partir de la liberación del tipo de cambio (y el subsiguiente salto cambiario). En el período enero 2015 - octubre 2015 el IPIM creció 10,5%, el IPIB 10,0% y el dólar creció 10,9%. Durante los meses que siguieron a la brusca devaluación de diciembre de 2015 y febrero de 2016 cuando el dólar pasó de \$9 a casi \$15, los precios mayoristas aumentaron en menor medida que el dólar. Sin embargo, posteriormente, cuando el dólar se estabilizó en torno a este último valor, incluso mostrando una leve apreciación nominal, (en especial durante los meses de abril, mayo y junio), los precios continuaron su tendencia ascendente. Si se toma el período enero - mayo de 2016 se nota que el IPIM y el IPIB crecieron 23,4% y 22,1% respectivamente, en tanto que el dólar se depreció en un 23,71%, muy cerca del crecimiento de los precios. Por su parte, si se extiende el período analizado hasta noviembre de 2016, se advierte que el IPIM crece 33,7%, el IPIB 32,2% y el dólar 34,2%. En suma, a lo largo de 2016 la devaluación terminó superando el crecimiento de los precios, pero el cociente entre estas dos variables se mantuvo cercano a la unidad (es decir, que el traslado a precios de la devaluación fue elevado). Durante los primeros meses de 2017 el valor del dólar volvió a mostrar una tendencia leve a la apreciación nominal lo cual contribuyó a la estabilidad de los precios en los meses iniciales del año. En el período enero - abril de 2017 el dólar se apreció un 3% (es decir cayó 3% su precio) y el IPIM aumentó en un 4,6% y el IPIB en un 3,8%. Sin embargo, luego el dólar recuperó su tendencia ascendente en el segundo semestre al pasar de un valor que

parecía estable en torno a los \$15 a \$17 a partir de julio. Los precios, tal como muestra el Gráfico 1, recuperaron su tendencia ascendente de la mano del dólar. En el período julio - diciembre de 2017, el dólar creció un 12% y el IPIM un 12,3% y el IPIB un 18,2%, lo que demuestra que la subida del dólar volvió a acelerar la escalada de los precios mayoristas. En enero de 2018 el dólar da su última escalada alcanzando casi los \$20 promedio, lo cual genera una nueva disparada de los precios mayoristas. Tan sólo en este mes el dólar creció 7,5% en tanto que los precios mayoristas del IPIM subieron 4,6% y los precios mayoristas del IPIB aumentaron 4,9%.

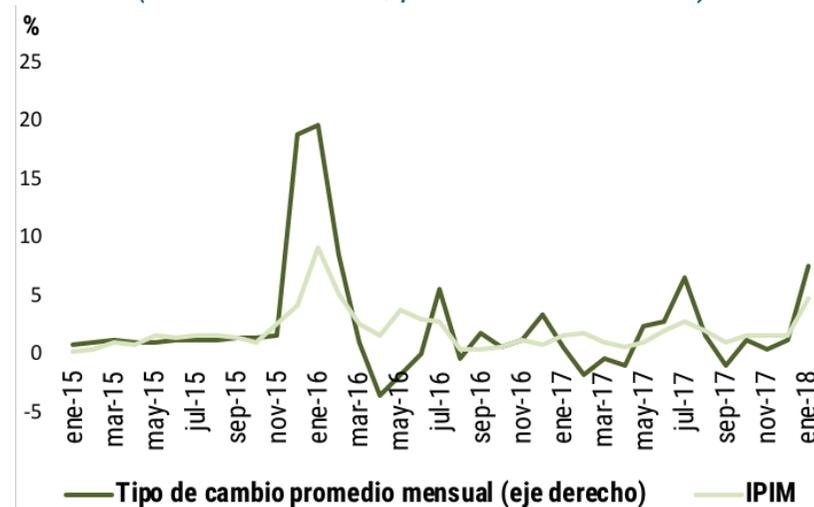
CORRELACIÓN TIPO DE CAMBIO Y PRECIOS (índice 1993=100, período 2015 a 2018)



Fuente: elaboración propia en base a BCRA e IPIM-Indec.

El impacto del valor del dólar en los precios internos es una relación ampliamente estudiada en la literatura económica mundial, y por supuesto en Argentina. Como se mencionó, los canales tradicionales de este fenómeno son varios. En primer término, por subas de precios de bienes que tienen un porcentaje de contenido (insumos) importado, y por tanto, cuyo valor en pesos se incrementa ante una devaluación. En segundo lugar, por aumento de precios de commodities exportables (naftas, alimentos, etc.). Por otro lado, no se puede desconocer que existe cierto efecto inflacionario meramente especulativo. Si el valor futuro del dólar está sujeto a incertidumbre lo más probable es que los principales actores de la economía incrementen los precios de los bienes que vuelcan al mercado interno teniendo en cuenta una probable devaluación, y por lo tanto, una posible desvalorización de sus ingresos.

VARIACIÓN NOMINAL EN LOS INDICADORES (índice 1993=100, período 2015 a 2018)



Fuente: elaboración propia en base a BCRA e IPIIM-Indec.

TRASLADO A LOS ALIMENTOS

Los efectos de la depreciación de la moneda local no son inocuos en materia distributiva. Es un hecho estilizado que la devaluación impacta asimétricamente sobre los distintos bienes internos, estimulando con mayor ahínco los precios de los alimentos. El mecanismo que explica este fenómeno está dado por la condición de exportador de materias primas que tiene Argentina. Una suba del dólar hace más rentable al productor vender la producción agropecuaria al exterior,

restringiendo la oferta en el mercado interno y elevando los precios consecuentemente de estos bienes en el mercado local. Dichos bienes son la base (insumos) de alimentos y bebidas que se consumen internamente. Y aun cuando algunos productos exportables, como la soja, no se consumen a gran escala en el mercado local, se entiende que una mayor producción de éstos desplaza a la producción de otros alimentos que sí se consumen internamente, restringiendo su oferta e incrementando su valor doméstico. De este modo, la devaluación contiene un impacto redistributivo claramente regresivo, en perjuicio de los asalariados (que tienden a destinar una mayor proporción de sus ingresos al consumo de alimentos). Además, no solamente los asalariados se ven afectados por el encarecimiento del insumo, sino también parte del empresariado local, que necesita materia prima para producir y siente el impacto en sus negocios, con mayores costos de producción y menores ventas.

Lo mencionado se puede confirmar si se analiza la evolución del tipo de cambio nominal durante los últimos meses, la evolución de los precios de los alimentos y la relación entre ambas series. Entre el 3 de enero de 2017 y el 31 de enero de 2018 el dólar subió un 23,2%, mientras que el rubro alimentos y bebidas de enero de 2018 tuvo una suba anual de 21,3% y el índice general 25%. En ese sentido, si bien no es una correlación plena, la devaluación es acompañada por una suba del rubro alimentos y bebidas. El tipo de cambio se movió fuerte en junio y julio de 2017 (+3,5 y 5%). En agosto los alimentos subieron un 2,1% y el IPC general un 1,4%. A fines de 2017 se produce el salto cambiario más importante de los últimos meses. En los primeros días de diciembre, la moneda

norteamericana cotizaba en torno a los \$17,25, mientras que al 29 del mes se ubicaba en \$18,65, con pico el día 28 a \$19,20, lo que resulta una devaluación entre el 8% y 11% respectivamente. El incremento de la divisa se trasladó al mes siguiente al precio de los alimentos. En enero de 2018, según el IPC del INDEC, el rubro Alimentos y bebidas del índice subió 2,1% frente una suba de 1,8% del nivel general de precios. En este aspecto, y aunque existen otras variables de influencia, las devaluaciones impactaron en los alimentos y, consecuentemente, en los sectores económicos de bajos recursos con alta propensión relativa a consumir este tipo de bienes.

TIPO DE CAMBIO Y PRECIOS DE ALIMENTOS (en variación % interanual)

Período	Variación % del IPC		Variación % del tipo de cambio
	Alimentos y bebidas	Nivel general	
ene-18	2,1	1,8	6,7
dic-17	0,7	3,1	8,2
nov-17	1,2	1,4	-1,7
oct-17	1,5	1,5	1,4
sep-17	1,8	1,9	0,6
ago-17	2,1	1,4	-1,6
jul-17	1,1	1,7	5
jun-17	0,9	1,2	3,5
may-17	1,2	1,3	5,2
abr-17	2,2	2,6	0
mar-17	3	2,4	-0,2
feb-17	1,9	2,5	0,3
ene-17	1,6	1,3	-0,1

Fuente: elaboración propia en base a BCRA e IPC-Indec.

La presión cambiaria continuó en enero y febrero del corriente. En enero, el tipo de cambio subió un 6,7%, mientras que entre el 3 de enero y el 6 de marzo subió un 10,5%, llegando a \$20,34. En las ruedas siguientes, la presión alcista continuó, obligando al BCRA a intervenir para que no superara los \$20,50 (mayorista). En términos anuales, entre el 6 de marzo de 2017 y el 6 de marzo de 2018, el dólar aumentó un 31,4%, superando a la inflación acumulada y la tasa de las Lebacs. En este punto, se espera que los empresarios tomen nota del nuevo piso del dólar y continúe en los próximos meses el alza de alimentos y bebidas. Si se tiene en cuenta las subas de tarifas de servicios públicos, la inflación de febrero y marzo continuará siendo muy elevada. En febrero, se espera una suba con un piso del 2,5% con un 2% para la “inflación núcleo”. En enero de 2018, en el Gran Buenos Aires (GBA), el rubro alimentos y bebidas fue de mayor incidencia.