

# ¿QUÉ TIPO DE CAMBIO NECESITA LA ECONOMÍA PARA ESTAR EN EQUILIBRIO?

Miércoles 03 de Mayo de 2017



**E**n lo que va del año 2017 el tipo de cambio se apreció un 2,9%, pasando de \$15,85 a \$15,39. Esta apreciación ha tenido varias implicancias y ha generado impacto negativo en algunos sectores.

Los reclamos se han ido acrecentando y si bien el BCRA no incluye un objetivo de tipo de cambio (ni nominal ni real) en sus políticas, en las últimas semanas ha aceptado que buscará intervenir en el mercado cambiario para acrecentar su nivel de reservas.

Esa decisión puede ser un disparador que le permita, dado los instrumentos con los que cuenta, ser un actor relevante en la definición del valor del dólar en Argentina. Ya sea con intervenciones directas en el mercado, con su política de tasas de interés o interactuando con el sector público (comprando los dólares excedentes), la autoridad monetaria cuenta con diferentes herramientas para influenciar el nivel de tipo de cambio, en un mercado cambiario que tiene mayores libertades.

Si bien el BCRA seguirá teniendo por prioridad reducir el ritmo inflacionario, este nuevo objetivo de acumular reservas le permitirá influir en el tipo de cambio pero, ¿Qué nivel de tipo de cambio debería buscar para ser compatible con el resto de sus objetivos?

Son numerosas las variables que deben estar siendo tenidas en cuenta para definir cuáles son las bandas de precios (tipo de cambio) en las cuales se sienten más cómodos y se alinea con el resto de sus objetivos. Algunos de estas variables a monitorear son:

## Pass Through

La economía argentina ha mostrado numerosas veces estar influenciada en su proceso de formación de precios por el tipo de cambio. Este efecto no es directo, sino que se circunscribe principalmente a los niveles máximos de tipo de cambio que se observan en determinados períodos. Cada vez que el dólar alcanza un máximo, ese precio es el que se utiliza para la fijación interna de precios, descartando por “transitorias” las apreciaciones cambiarias. Históricamente, ante una devaluación se traslada a precios el 40% de la variación del tipo de cambio (siempre por arriba del máximo anterior).

Si tenemos en cuenta que el máximo de los últimos meses ha sido \$16, cada vez que el tipo de cambio supere



ese máximo se produciría una revisión de precios (impacto inflacionario). De esta manera, si el tipo de cambio cerrara en \$18, la devaluación a considerar sería del 12,5% y el 40% de ese aumento se trasladaría a la inflación núcleo. Niveles mayores de tipo de cambio promoverían aumentos de precios más altos que los esperados en la actualidad y podrían afectar el cumplimiento del objetivo de reducir la inflación. sobreofertado el mercado cambiario.

## Tipo de cambio real

Si bien no es un objetivo prioritario ni mucho menos para el BCRA, existen presiones sectoriales para que la competitividad cambiaria no se vea afectada. Está claro que no es el único componente que hace a la competitividad, pero una economía con mayor inflación que devaluación, tiene inflación en dólares. Hoy los exportadores se encuentran con ingresos en pesos congelados o por debajo del valor de un año atrás y una parte de sus costos que se ajustaron un 30% anual (Inflación / Salarios). Eso implica una pérdida de rentabilidad / Competitividad que afecta a determinadas actividades transables. Niveles de tipo de cambio nominal muy bajo atentan contra esta "competitividad cambiaria".

## Devaluación Vs. Tasa de interés

Una de las variables a tener en cuenta es el trade off" entre devaluación esperada y tasa de interés en pesos. Si es claro que la devaluación le gana a la tasa de interés en pesos se produce un claro incentivo a dolarizar carteras y eso afectaría a la estabilidad cambiaria. Si el incentivo es a la inversa, se produce el actual proceso de fuerte apreciación cambiaria por pesificación de carteras y aprovechamiento del "carry trade". Es allí donde surge un claro incentivo para evitar que estas variables se separen demasiado.

Tipo de Cambio		Pass Through	Inflación	TCRM		R. Cuasifiscal BCRA	Devaluación - Tasa Lebac's)
dic-17	Var % / Máx			Valor (Dic-01=1)	Var % a/a		
15,50	-3,1%	0	17,3%	1,03	-14,9%	-87.923	-23%
15,75	-1,6%	0	17,3%	1,05	-13,6%	-74.202	-21%
16,00	0,0%	0	17,3%	1,06	-12,2%	-60.482	-18%
16,25	1,6%	0,6%	17,9%	1,07	-11,3%	-46.762	-16%
16,50	3,1%	1,3%	18,6%	1,08	-10,4%	-33.041	-13%
16,75	4,7%	1,9%	19,2%	1,09	-9,5%	-19.321	-11%
17,00	6,3%	2,5%	19,8%	1,11	-8,6%	-5.601	-8%
17,25	7,8%	3,1%	20,4%	1,12	-7,8%	8.120	-6%
17,50	9,4%	3,8%	21,1%	1,13	-6,9%	21.840	-3%
17,75	10,9%	4,4%	21,7%	1,14	-6,1%	35.561	-1%
18,00	12,5%	5,0%	22,3%	1,15	-5,3%	49.281	2%
18,25	14,1%	5,6%	22,9%	1,16	-4,4%	63.001	5%
18,50	15,6%	6,3%	23,6%	1,17	-3,6%	76.722	7%
18,75	17,2%	6,9%	24,2%	1,18	-2,8%	90.442	10%
19,00	18,8%	7,5%	24,8%	1,19	-2,0%	104.162	13%





**Var % / Máx** = Representa la variación de cada escenario de tipo de cambio para diciembre de 2017 con respecto al nivel máximo alcanzado desde la salida del Cepo en diciembre de 2015.

**Pass Through** = Mide cuantos puntos de inflación suma la variación del tipo al aumento de precios del año.

**Inflación** = La inflación del año se compone de tres variables, ritmo inflacionario de base, aumento por tarifas e impacto del tipo del cambio (pass through).

**TCRM** = Tipo de Cambio Real Multilateral que surge de aplicar sobre el nivel del punto de partida la variación del tipo de cambio nominal de cada escenario y corregirlo por la inflación de ese escenario y la inflación internacional. Se expone en nivel absoluto con base en diciembre de 2001 = 1 y la variación con respecto al nivel de diciembre de 2016.

**R. Cuasifiscal BCRA** = Es una estimación del resultado cuasifiscal del BCRA considerando su evolución esperada de reservas y de pasivos (Lebac y Pases) y teniendo en cuenta el impacto que genera el tipo de cambio de cada escenario.

**Devaluación – Tasa de Lebac** = Compara el ritmo de devaluación implícito entre el nivel actual del tipo de cambio y el valor esperado en cada escenario. Se mide en ritmo anualizado y se resta el rendimiento actual de las Lebac.

## Resultado Cuasifiscal del BCRA

Finalmente aparece una variable poco monitoreada, pero que en estos casos adquiere gran relevancia. El BCRA tiene entre Reservas Internacionales y Letras Intransferibles del Tesoro Nacional (por uso de reservas para pago de deuda) algo más de USD 100.000 millones en su activo nominado en moneda extranjera. Estos activos tienen un rendimiento promedio del 1,3% en dólares. Ese es el principal ingreso con el que cuenta el BCRA para hacer frente a sus pasivos, que al día de hoy son \$ 1.200.000 millones (equivalen a casi USD 80.000 millones). Mientras el activo rinde 1,3% más tipo de cambio, el pasivo se remunera a una tasa promedio hoy de 24,25%. Esto implica que para lograr que el ejercicio 2017 cierre con resultado positivo para el BCRA se necesitan niveles de tipo de cambio de al menos \$17,25. Por debajo de ese nivel de tipo de cambio el BCRA registraría pérdida contable. Esto se calcula teniendo en cuenta el resto de ingresos y egresos que figuran en el cuadro de resultados del BCRA. Aquí surge un claro incentivo para que la autoridad monetaria genere condiciones para un ritmo de devaluación mayor al que se ha observado en lo que va del año 2017.

Teniendo en cuenta todos los factores analizados, queda claro que no existe un nivel de tipo de cambio único que resuelva todos los desafíos económicos del año. A su vez está claro que para el BCRA “filosóficamente”, el precio del dólar debería surgir de la oferta y demanda libre de divisas. Pero los distintos niveles de tipo de cambio no le son indiferentes, y ello podría influir en su toma de decisiones.

Teniendo en cuenta todas estas variables, podría decirse que el BCRA se sentiría más cómodo de cara al cumplimiento de sus múltiples objetivos con un tipo de cambio que cierre el año en una banda que se podría ubicar entre \$17,50 y \$18,25. La sintonía fina quedará sujeta a la evolución que puedan ir mostrando el resto de los componentes de la inflación y por ende de las tasas de interés de política monetaria. En nuestras simulaciones dicho valor se ubicaría en torno a \$17,80/\$17,90, es decir cercano al centro de la banda de “confort” del BCRA.

