

¿SE ESTÁ ATRASANDO EL TIPO DE CAMBIO REAL?

30 de ENERO 2020

En la historia reciente, los esquemas de controles cambiarios aplicados han derivado sistemáticamente en fuertes atrasos del tipo de cambio real que reciben los exportadores, factor necesario para asegurar la oferta de dólares. Es el principal riesgo que se afronta en la actualidad, pero las autoridades actuales han expresado en numerosas oportunidades que son conscientes de ese riesgo y que van a buscar evitarlo. Apenas han transcurrido 50 días desde que asumió la nueva gestión y ya han empezado a aparecer algunos reclamos por el atraso del tipo de cambio real, ¿son lógicos o solamente es un acto reflejo?

El 10 de diciembre de 2019 el tipo de cambio nominal mayorista (Com. A 3.500) era de \$59.96 y hoy ese mismo tipo de cambio opera en \$60,24. Es una variación muy baja, 0,5% en casi dos meses. En el mismo período la inflación ha sido del 3,7% mensual durante diciembre y una cifra parecida probablemente en enero. De esa comparación surge un fuerte atraso del tipo de cambio real en el período analizado.

Pero ¿es lógico analizar de esa manera un período tan corto de tiempo? Entendemos que no, y que para poder sacar conclusiones es necesario analizar otros aspectos, como el nivel de partida y los cambios impositivos que se produjeron en ese período.

El esquema cambiario actual opera con tipos de cambio múltiples diferenciados por alícuotas impositivas: Los exportadores pagan retenciones, los importadores aranceles y turismo / atesoramiento el impuesto del 30%. De estas alternativas nos interesa analizar el tipo de

cambio que reciben los exportadores, ya que es el que define la competitividad externa de la economía.

En ese marco, el aumento reciente de retenciones se estima en el orden de 3 puntos porcentuales de alícuota implícita. Eso implicaría que, de los 12 puntos de diciembre, las retenciones implícitas irían hacia los 15 puntos promedio. De esta manera, un exportador recibe de los \$60 pesos por dólar el equivalente a \$50,8. Para ponerlo en referencia, ese valor es 20% superior al promedio que recibieron entre 2012 y 2015, pero es 12% inferior al tipo de cambio promedio de 2008-2011. Esto permite definirlo como un valor todavía bueno, pero sin colchón para absorber un atraso cambiario mayor.

Período	Tipo de Cambio Real a Precios de Hoy			
	Base	Expo	Impo	Brecha M/X
2003-2007	80,7	72,5	84,7	16,7%
2008-2011	68,5	57,8	72,0	24,6%
2012-2015	49,7	42,1	52,5	24,5%
2016-2018	49,0	44,9	52,1	16,0%
ene-20	60,0	50,8	64,4	26,7%

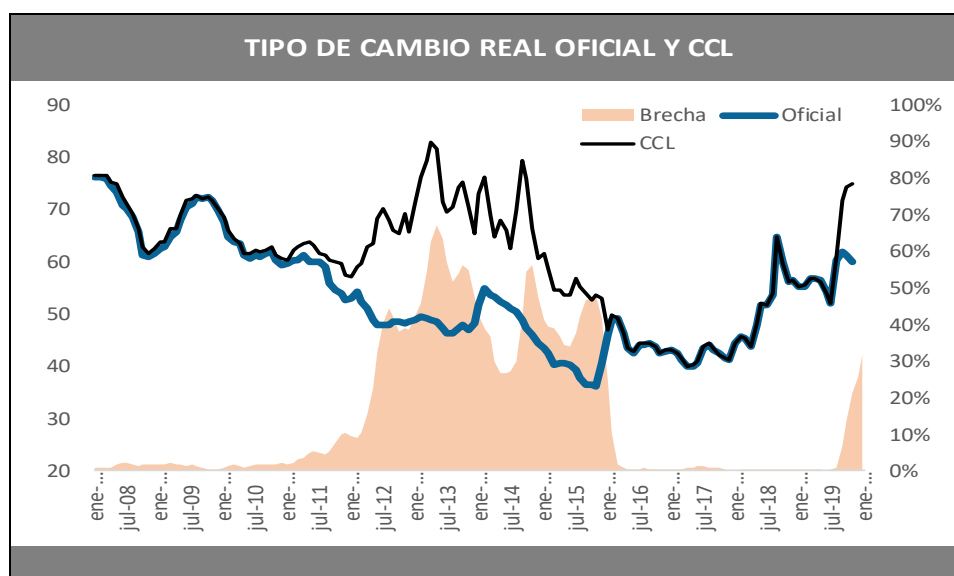
Es ahí donde la dinámica actual genera preocupación a futuro. El tipo de cambio nominal se desliza a un ritmo muy lento, casi nulo y la inflación sigue claramente por arriba del 3%.

Según las perspectivas del REM, el tipo de cambio se iba a depreciar a razón de 2,3% mensual durante el primer semestre y la inflación esperada es del 3,2% promedio mensual. Eso implica un retroceso estimado del orden del 0,8% mensual promedio. En el acumulado de 6 meses implica una pérdida de 5 puntos de tipo de cambio real.

Si ese escenario del REM se cumpliera, los exportadores estarían percibiendo, a precios de hoy, un dólar de \$48,30 y se iría alejando rápidamente de los valores que la economía necesita para mantenerse competitiva.

En nuestro escenario puntual, esperamos un menor ritmo de depreciación del tipo de cambio menor (1,4% promedio mensual en el semestre) y una inflación que como consecuencia de esa estabilidad cambiaria y los controles de precios (sin aumento de regulados) es también significativamente menor (2,5% mensual). Pero este escenario también implica una pérdida de tipo de cambio real para los exportadores algo mayor a la del REM, con un total en 6 meses de 6,2% de retroceso, lo que dejaría el dólar de ellos exportadores en \$47,70 a valores de hoy.

Estas cifras muestran que, si el principal ancla nominal que va a tener la economía es el tipo de cambio oficial, los primeros meses pueden mostrar una caída significativa del tipo de cambio real y que el colchón para absorber ese retroceso es bajo.



El otro factor que surge de estas cifras es que el dólar turista o el dólar libre (Contado con Liquidación) se encuentran en el nivel opuesto, con valores que en la referencia histórica son muy altos. Niveles de \$78/\$84 (Blue - MEP - Turista - CCL) son superiores a los valores promedio de 2003 /2007.

El principal interrogante que surge en este caso es ¿cómo evoluciona la brecha cambiaria (oficial / libre)?

Si asumimos que el tipo de cambio libre se mantiene en los máximos históricos en términos reales y que el tipo de cambio oficial se atrasa en línea con el escenario planteado, la brecha podría subir de manera proporcional a los 6 puntos de caída en el tipo de cambio real que se proyecta. Es decir, el tipo de cambio libre debería copiar la depreciación del oficial y recuperar además los 6 puntos nominales que pierde el oficial con respecto a la inflación. De esa manera se mantiene en los niveles actuales medido en términos reales. Eso implica que, la brecha del CCL que hoy es del 40%, podría llegar en ese escenario al 48,5%.

En definitiva, tanto por competitividad externa como para evitar un incremento adicional de la brecha cambiaria, luce necesario evitar un atraso cambiario en los próximos meses.