

Dólar: riesgo o agonía. Se puede sostener el tipo de cambio?

Informe de Guido Zack del 24/09/24¹

El presidente Javier Milei presentó por cadena nacional el proyecto de Ley de Presupuesto 2025. El Presupuesto indica que se va a mantener la tasa de devaluación mensual del oficial del 2% hasta fin de año y que esta va a bajar a un promedio del 1,4% durante 2025. ¿Eso es posible? ¿Qué implica en relación al cepo? ¿Se van a poder afrontar los vencimientos de la deuda del año que viene?

Unos números para dar contexto

El Presupuesto pronostica que la inflación va a cerrar este año en 104,4% y que el tipo de cambio va a seguir aumentando 2% por mes hasta diciembre (el famoso crawling peg), cuando promediaría los \$1.020 por dólar.

Es altamente probable que el Gobierno sea capaz de mantener el ritmo de depreciación, pero todo parece indicar que los precios van a aumentar más de lo pronosticado. La inflación acumulada a agosto es de 94,5% y, **para no superar en diciembre el 104,4%, debería bajar a un promedio de 1,2% mensual**, un porcentaje inalcanzable incluso con la reducción del impuesto PAIS.

Para 2025 el Presupuesto proyecta que la inflación y la depreciación de la moneda vayan de la mano a un ritmo anual del 18,3%, lo que implica un promedio mensual de 1,4% y un tipo de cambio de \$1.207 por dólar en diciembre. Ahí ya se identifica una paradoja: **la inflación de los últimos meses de 2024 sería más baja que el promedio de 2025.** El Gobierno explicó que esa inconsistencia se debe a que los números del presupuesto se hicieron en junio y que, desde entonces, la inflación fue más elevada de la que estimaron. Toda una señal sobre con qué precisión fue elaborada la “ley de leyes”.

Lo más preocupante de estas proyecciones es que el sendero de devaluación implica **un tipo de cambio real tan bajo que parece insostenible en el tiempo**, por lo que tiene implícito el mantenimiento del cepo, un paso en el sentido contrario de la normalización de la economía argentina. A pesar del relato del Gobierno, la experiencia nacional e internacional nos muestra que, cuando se relajan las restricciones cambiarias, es el tipo de cambio oficial el que salta y se acerca a los paralelos.

Tipo de cambio ¿para qué?

El tipo de cambio es posiblemente el precio más importante de la economía argentina. Por algo estamos obsesionados con su cotización.

La función típica de la política cambiaria es amortiguar los “shocks” que afectan a la economía local. Por ejemplo,

1) si los precios de los bienes que una economía exporta aumentan, esta alza se debería reflejar en la inflación local, pero la mayor afluencia de dólares permitiría bajar el tipo de cambio y moderar las presiones inflacionarias.

2) en cambio, una reducción de los precios de los bienes de exportación se traduciría en una menor rentabilidad de estos sectores, pero la menor entrada de divisas generaría una depreciación de la moneda que podría compensar al menos parcialmente el efecto inicial sobre la rentabilidad. Es por eso que **las economías estables suelen elegir regímenes cambiarios más flexibles.**

3) otro objetivo de la política cambiaria es fomentar la competitividad. Algunos todavía recordamos el tipo de cambio real alto y estable de la salida de la convertibilidad que tenía el objetivo de apuntalar las exportaciones y la sustitución de importaciones. Si el tipo de cambio es alto, los salarios medidos en dólares son relativamente bajos (lo que no impide que mejoren al medirlos en moneda doméstica, que es lo que en definitiva importa a la hora

¹ Informe para CENITAL de Guido Zack doctor en análisis económico por las universidades de Alcalá y Complutense de Madrid y licenciado en economía por la UBA.

de hacer las compras) y así los costos son también bajos, provocando una mejora en la competitividad.

Ahora bien, **en economías inflacionarias es muy común que se haga uso de un “ancla” cambiaria**. Dado que muchos precios siguen al tipo de cambio, que evolucione por debajo del nivel general de precios hace que la inflación se modere. Esta medida tiende a mejorar el poder adquisitivo de los salarios y la distribución del ingreso. Pero puede no ser sostenible en el caso de que genere pérdida de competitividad y se deteriore el resultado comercial, o bien si la percepción de que la moneda extranjera está muy barata desincentive el ahorro en moneda local. ¿Les suena?

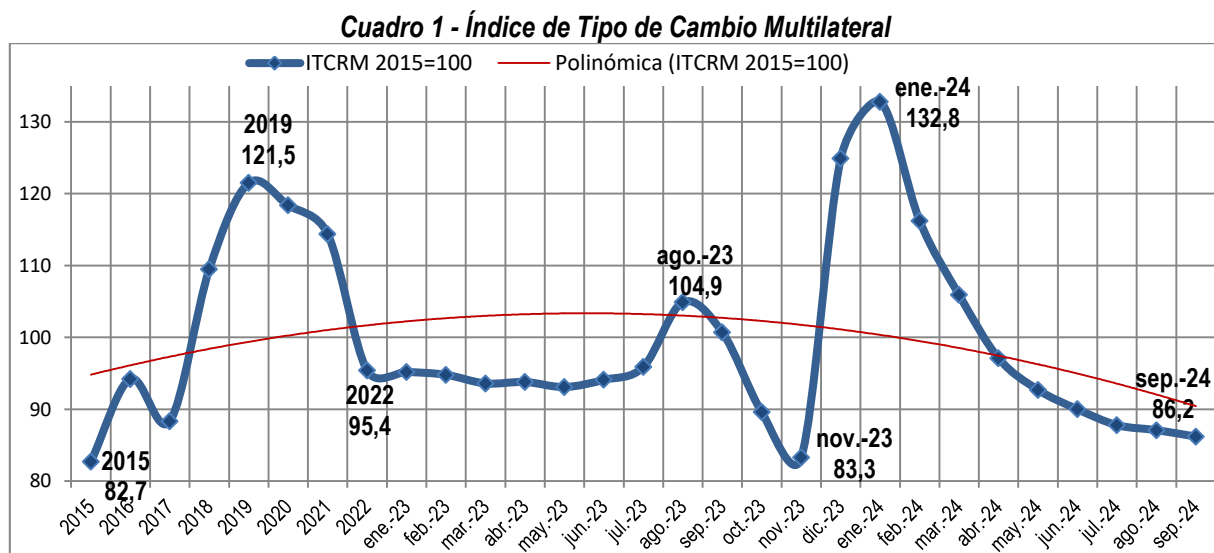
De hecho, en el largo plazo el nivel del tipo de cambio se encuentra estrechamente relacionado con la productividad de la economía. **Cuanto más productiva es una economía, menos necesita de un tipo de cambio alto para ser competitiva, por lo que la paridad tiende a bajar**. Es por eso que los países desarrollados tienden a tener monedas más bien fuertes.

En resumen, tenemos una herramienta como el tipo de cambio que a veces queremos que sea flexible para amortiguar shocks exógenos, otras veces más fijo para generar más certidumbre; algunas veces que sea más bien alto para mejorar la competitividad y acumular dólares, otras veces más bien bajo para contener la inflación. Pero, **a la larga, siempre va a converger más o menos a su valor de largo plazo relacionado con la productividad de la economía**.

Es necesario elegir alguna de estas opciones, no se puede tenerlas a todas. Si no, se corre el riesgo de no tener ninguna. Y eso es lo que hemos hecho en Argentina.

¿Y por casa cómo andamos?

Hoy el régimen cambiario contiene la inflación, pero hasta un piso difícil de romper, en parte por la inercia, pero también porque el régimen luce insostenible, lo que –tarde o temprano– **provocará una nueva devaluación que interrumpa la desinflación**. Mientras tanto, el tipo de cambio oficial atrasado y el cepo se encargan no sólo de incentivar importaciones y desincentivar exportaciones, sino también de estimular el ahorro en moneda extranjera. Tampoco es capaz de amortiguar “shocks”, dado que lo tenemos más bien fijo.



Fuente: https://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Indices_tipo_cambio_multilateral.asp

La insostenibilidad del régimen radica en que, siguiendo los pronósticos del Presupuesto, y considerando que el año que viene ya no habrá impuesto PAIS (lo que implica un tipo de cambio efectivo para importadores más bajo aún), **el tipo de cambio proyectado será de los más bajos en los últimos 20 años, superando únicamente al existente a finales de 2015 y 2023, en ambos casos justo antes de una fuerte devaluación**. Este nivel de tipo de cambio es menos sostenible aun teniendo en cuenta que la productividad de la economía

argentina cayó en los últimos 13 años y que las exigencias de dólares son mayores por los vencimientos de deuda externa.

La confusión del Gobierno radica en que son más monetaristas que Milton Friedman. El monetarismo supone que la inflación es en todo lugar y momento un fenómeno monetario. El Gobierno va más allá: supone que una contracción lo suficientemente fuerte de la oferta de dinero (o un aumento de su demanda) no solo afecta las variables nominales de la economía (la inflación) sino también las reales (la productividad). La productividad se mejora creciendo, invirtiendo, estimulando la I+D, financiando la educación primaria, secundaria y universitaria para contar con recursos humanos más formados, mejorando la infraestructura, etc. La estructura de gasto de este año y el mismo Presupuesto evidencian que la mejora de la productividad no es una prioridad. En ese sentido, el tipo de cambio bajo tiene un objetivo única y exclusivamente inflacionario, pero no posee fundamentos que lo hagan sostenible.

So what?

Atrasar el tipo de cambio puede ser pan para hoy y hambre para mañana. Necesitamos una estrategia anti-inflacionaria que implique un nivel y evolución del tipo de cambio sostenible en el tiempo, es decir, compatible con nuestro nivel de productividad.

Para ello, salir del cepo parece indispensable. La pregunta es cuándo salir y cuánto riesgo afrontar. Es cierto que lo mejor sería salir con dólares en las reservas. Pero estos dólares no deberían usarse para sostener un tipo de cambio bajo, una vez relajadas las restricciones cambiarias. Su uso debería apuntar a evitar una sobre-reacción que ubique el tipo de cambio en valores excesivamente elevados, provocando un incremento exagerado de los precios y se genere así una espiral que no sabemos dónde puede terminar.

El problema es que con cepo no podemos acumular reservas. Por un lado, como dijimos, porque genera un deterioro en el resultado comercial e incentiva el ahorro en moneda extranjera. Por otro lado, porque parece que nadie está dispuesto a traer un dólar con la incertidumbre de si después va a ser capaz de sacarlo y en qué condiciones.

Eso además hace que la deuda argentina sea poco atractiva. El año que viene hay vencimientos de deuda pública en moneda extranjera por más de USD 20.000 millones. La pregunta es cómo afrontar esos pagos con reservas netas negativas y sin acceso al mercado financiero. Un relajamiento de las restricciones cambiarias debería bajar el riesgo país dado que facilita el refinanciamiento de la deuda en dólares (aunque encarece el de la deuda en pesos).

En definitiva, la disyuntiva es entre una estrategia riesgosa y una larga agonía. ***Entre tanta incertidumbre sí tenemos una certeza: el tipo de cambio está bajo y eso en algún momento se va a corregir.***

Cuando suceda, es posible que la inflación vuelva a subir y la economía entre en una nueva recesión. Es hora de ser más osados en materia cambiaria para acelerar el proceso de normalización de la economía argentina y encarar finalmente una estrategia de desinflación sin cepo. Recordemos que si no abandonamos el cepo a tiempo, el cepo nos abandonará a nosotros.

Siempre es mejor tomar decisiones de política para poder tener mayor control sobre el proceso, en lugar de tener que reaccionar (tarde) cuando se impongan las circunstancias. Y cuando encaremos la salida del cepo, recordemos también que no es necesario eliminar todas las regulaciones sobre los flujos de capital y, por favor, no se olviden de la política de ingresos (pero esa es otra historia).
