



Econométrica S.A
economic research and forecasts

Argentina
Macroeconomic
Outlook

“El Atraso Cambiario”

Por Mario Brodersohn

*Conozca
nuestro*



www.econometrica.com.ar

**Mayo
2012**

42 1970 - 2012
*años dedicados al
Análisis Macroeconómico*

Econométrica S.A

economic research and forecasts

Lavalle 465, piso 2° - (C1047AAI) Buenos Aires, Argentina

Tel.: (54-011) 4325 – 9443 o 4322 – 4668

Fax: (54-011) 4322 - 6927

E-mail: info@econometrica.com.ar

Sitio Web: www.econometrica.com.ar

Blog: www.econometrica.com.ar/blog

(Clave de acceso II Trim 2012: 0303)

Copyright © 2003

Econométrica S.A
economic research and forecasts

“EL ATRASO CAMBIARIO”

Por Mario Brodersohn¹

Los indicadores económicos que van apareciendo en los primeros tres meses de este año nos están sugiriendo que la preocupación del gobierno a lo largo del segundo semestre del 2012 y del periodo pre-electoral en el 2013 estará centrada en torno a los siguientes tres grandes desafíos.

- **Brusco y rápido enfriamiento de la economía.**

Las pocas cifras oficiales que se conocen del primer trimestre del 2012 ya muestran una brusca desaceleración en la actividad productiva. Por ejemplo, las cifras oficiales del INDEC revelan que la producción industrial descendió de un crecimiento del 6.5% anual en el 2011 a otro del 2.3% en el primer trimestre del 2012. El INDEC también señala en su encuesta de Centros de Compras (Shoppings) que las ventas a precios constantes (deflacionadas con el Índice de Precios del INDEC) cayeron del 21.2% en marzo del 2011 al 2.7% en marzo del 2012 y que las ventas de los Supermercados también cayeron en esas mismas fechas del 18.1% al 11.2%.

En el 2011 el complejo sojero represento el 24.5% de las exportaciones totales. El segundo complejo en importancia exportadora es el automotriz, que representó en ese año el 12.7% de las exportaciones. Por ello, analizar las últimas cifras de la industria automotriz es revelador de las tendencias industriales. En el primer cuatrimestre del 2012 la producción automotriz fue un 5.7% inferior al del

mismo periodo del 2011. Esta caída se intensificó en mes de abril 2012: cayó un 24,4% en relación al mismo mes del 2011. A su vez, en abril del 2012 las exportaciones de automotores fue un 27.9% inferior a las de abril del 2011.

Estas tendencias se profundizarán en los próximos meses y por ello no descartamos la probabilidad de un contexto recesivo en el cuarto trimestre del 2012. Esta probabilidad se aprecia con más claridad en el Índice Líder que estimó la Universidad Torcuato Di Tella para el mes de marzo del 2012. En su informe señala que el Índice Líder en marzo 2012 es un 9.9% inferior al de un año atrás. En términos interanuales y por quinto mes consecutivo muestra una disminución luego de poco más de dos años de incrementos interanuales consecutivos. No existe evidencia en el Índice Líder que permita anticipar la finalización de la tendencia decreciente en la tasa de crecimiento interanual. En realidad, las últimas mediciones de dicho Índice sugieren que la desaceleración en el crecimiento de la actividad económica se profundizará en los próximos meses. Finalmente concluye que “*la probabilidad de ingresar en recesión se ubica por segundo mes consecutivo por encima del 85%*”.

Estas tendencias se ven acentuadas cuando analizamos los resultados del Índice de Confianza del Consumidor del mes de abril 2012 que también realiza la Universidad Torcuato Di Tella. Este Índice de Confianza cayó

¹ E-mail: mbrodersohn@econometrica.com.ar



en abril un 12.7% en relación a marzo del 2012 y en términos interanuales tuvo una caída del 19.4%.

• **Aceleración inflacionaria**

El Índice de costo de vida que estima Buenos Aires City se mantuvo en los últimos 6 meses del 2011 en torno al 21.4% anual.

La Encuesta de Expectativas de Inflación de la Universidad Di Tella del mes de marzo 2012 que señala una inflación esperada del 30% anual y ubica las expectativas inflacionarias en el máximo histórico desde agosto del 2006, año en que se inicia la serie estadística.

La encuesta más reciente de Poliarquía Consultores señala que *“en abril, las expectativas sobre el futuro del proceso inflacionario se incrementaron con respecto al mes de marzo. El 90% opinó que los precios sufrirán un aumento: el 45% afirmó que serán aumentos sustanciales – once puntos más que en marzo”*.

• **El atraso cambiario**

El peso argentino en relación al dólar oficial, ajustando ambos precios por la diferencia de inflación entre Argentina y Estados Unidos, a fines del mes de abril del 2012 apenas es un 1% más elevado que el precio del dólar en el peor momento de la convertibilidad.

El atraso cambiario es un tema que genera intranquilidad en el gobierno. Ello se debe a que la estrategia del gobierno es utilizar el dólar como ancla antiinflacionaria en un contexto de elevada inflación. En los doce meses previos a marzo 2012 la inflación fue

del 21.2% anual y la devaluación del 8.1% anual.

En los años 2003/2010 la salida de capitales se financió con el superávit comercial externo. En el 2011 cambia esta realidad. Fue necesario recurrir a las reservas internacionales en 5.000 millones de dólares encubiertos como préstamos del Banco de Arreglos Internacionales. Esos préstamos se otorgaron porque el Banco Central dejaba como garantía las propias reservas internacionales depositadas en ese Banco.

Actualmente, el gobierno no tiene acceso al mercado financiero internacional. Por ello, a comienzos del 2012 decidió que las reservas internacionales del Banco Central solo se utilicen para cancelar su deuda externa. A esos efectos lanzó toda una batería de medidas de política económica destinadas a defender las reservas internacionales. Así entran en acción el control a la venta de dólares, la restricción a las remesas de utilidades de empresas privadas al exterior, reducir de 180 días a 90 días la liquidación de las exportaciones y el control de las importaciones.

De los tres grandes desafíos que el gobierno deberá enfrentar en el 2012 (enfriamiento de la economía, aceleración inflacionaria y atraso cambiario), el más delicado y el que está generando mayor preocupación en el gobierno es el del atraso cambiario. Frente a esta prioridad externa pasaron a un segundo plano los objetivos de crecimiento económico, de inflación y equidad en la distribución del ingreso.



EL PRECIO INTERNACIONAL DE LA SOJA Y LA ENFERMEDAD HOLANDESA

A partir del 2008 el gobierno comienza a abandonar la política de tipo de cambio alto e internacionalmente competitivo. En el 2011 el aumento del precio internacional de la soja supera el precio récord del 2008 (ver gráfico 2).

En el 2012 aumenta mucho más la dependencia del precio internacional de la soja. En efecto, la sequía está provocando una caída del 10% en la producción de cereales y oleaginosas, caída que es neutralizada por un nuevo récord en el precio internacional de la soja. Este nuevo récord supera a los anteriores del 2008 y 2011. Pero lo novedoso en el año 2012 es que ya no alcanza el aumento en el precio internacional de la soja para equilibrar las cuentas externas. Además, es necesario recurrir al control de cambios y al control de las importaciones.

La interrelación entre atraso cambiario y desequilibrio estructural de largo plazo forma parte del conocido caso de la enfermedad holandesa. El término surge en la década de 1960 cuando las riquezas de los Países Bajos aumentaron considerablemente como consecuencia del descubrimiento cerca del Mar del Norte de grandes yacimientos de gas natural. Como resultado del incremento de ingresos el florín, la moneda neerlandesa, se atrasó o apreció considerablemente perjudicando la competitividad de las exportaciones no petroleras del país y contribuyó así a crear importantes desequilibrios de largo plazo en la estructura productiva.

¿Está amenazada la Argentina por la

enfermedad holandesa? La decisión del gobierno en el 2011 y hasta ahora en el 2012 de utilizar el tipo de cambio como ancla antiinflacionaria en un contexto de aceleración inflacionaria, da lugar a un creciente atraso cambiario y a una creciente dependencia del aumento del precio internacional de la soja para evitar una crisis externa. El precio que pagamos por esta estrategia de atraso cambiario es la pérdida de competitividad de las exportaciones industriales y de los sectores sustitutos de importaciones, pérdida de competitividad que el gobierno la quiere neutralizar con el control de cambios y de importaciones.

La bendición en el corto plazo que origina el “boom” de los precios internacionales de los “commodities” puede terminar siendo una maldición de largo plazo porque nos lleva a una creciente primarización de la estructura productiva.

LA COMPETITIVIDAD INTERNACIONAL DE LA ARGENTINA

Los operadores financieros suelen recurrir al tipo de cambio multilateral (TCRM) para medir el nivel de competitividad internacional. Esta medición del tipo de cambio toma en cuenta las monedas de cada uno de los países que participan en el comercio internacional con la Argentina y las pondera en función de su participación en dicho comercio internacional. Además, toma en cuenta para la medición en términos reales las diferenciales de inflación entre países.

El gráfico 1 muestra la evolución del TCRM desde el inicio de la



convertibilidad hasta el mes de abril del 2012. Como se aprecia en dicho cuadro la devaluación asociada con la salida de la convertibilidad dio lugar a un brusco salto en el TCRM. Pasó de 1 a 2.40. A partir del 2007 el gobierno inicia un sostenido proceso de apreciación cambiaria, esto es, paulatinamente va dejando de lado su política de tipo de cambio alto. En abril del 2012 el TCRM descendió a 1.46, esto es una apreciación del 40% en el periodo 2006/abril 2012. Ello nos indica que el TCRM se acerca peligrosamente al tipo de cambio muy apreciado y atrasado del final de la convertibilidad.

De todas formas, para los analistas económicos esta forma de aproximarnos a evaluar la competitividad internacional de nuestro país a través del TCRM suele tener las siguientes limitaciones:

- La primera de ellas es que ese no es el tipo de cambio efectivo que recibe el exportador. En el 2001 las exportaciones no estaban sujetas a retenciones impositivas. En cambio, a partir del 2002 se introducen las retenciones que no son tomadas en cuenta en la medición del TCRM.
- La segunda limitación es que esta medición de competitividad internacional no toma en cuenta que la Argentina es un país con una elevada participación en sus exportaciones de “commodities” agropecuarias. Estos precios por lo general se fijan en dólares. Esto es, la soja y el petróleo tienen un precio en dólares ya sea que la soja se exporte a China o la India y el petróleo se importe de Venezuela o de los países árabes. Por lo tanto, las exportaciones a China e India no deben ser ponderadas por las monedas de esos países sino por el dólar. Las

exportaciones a la Unión Europea, China, India y otros países del medio oriente representaron en el primer trimestre del 2012 el 37% de las exportaciones totales argentinas y las exportaciones de productos primarios a esos países representaron el 60% de las exportaciones totales de productos primarios.

- Otra limitación adicional es que las exportaciones industriales están dirigidas básicamente a Brasil. En el primer trimestre del 2012 el 40% de las exportaciones industriales fueron al ese país. En este caso es mucho más relevante la relación del peso argentino con el real brasilero que la del TCRM.

El grafico 1 muestra la evolución del real ajustado por la diferencial de inflación entre la Argentina y Brasil. Surge de dicho cuadro que en periodo 2003/07 la Argentina pudo aumentar la competitividad de sus exportaciones industriales debido a la creciente apreciación del real brasilero. A partir de entonces empieza a devaluarse el real en relación al peso argentino. En los últimos doce meses que van de fines de abril 2012/fines de abril 2011 se agrava la competitividad del peso en relación al real brasilero. En efecto, el real se devaluó un 20 % y el peso argentino un 8% cuando la inflación en Brasil fue del 5% anual y en la Argentina del 21%.

LA COTIZACIÓN DEL DÓLAR

Podríamos sostener que en el actual contexto mundial de globalización el tipo de cambio está determinado en el corto plazo mucho más por los movimientos de capitales que por los movimientos comerciales. Para la



Argentina los movimientos de capitales están más asociados con el precio del dólar que con el TCRM. Las experiencias históricas en periodos inflacionarios nos muestran que los argentinos se protegen contra la inflación atesorando en dólares.

Esta última realidad se aprecia claramente con las cifras incluidas en un reciente trabajo de José María Fanelli². En ese trabajo se señala que el superávit comercial externo en el periodo 2003/2011 fue de 132.822 millones de dólares. Este superávit financió una salida de capitales privados de 59.614 millones de dólares y una salida de 23.246 millones de dólares en el concepto de remesas de utilidades de la Inversión Directa Extranjera. Ambos conceptos representaron el 62% del superávit comercial externo. El resto del superávit fue canalizado a la acumulación de reservas internacionales y a la cancelación de la deuda con los organismos internacionales.

El gráfico 1 nos muestra la evolución del dólar en relación al peso argentino luego de ajustar por la diferencias de inflación entre Estados Unidos y la Argentina (en este caso midiendo la inflación por el Índice no oficial de Buenos Aires City). La devaluación del dólar en términos reales en el 2002 fue del 144%, esto es, pasamos del 1 a 1 a un precio promedio en el 2002 de 2.44. La Argentina siempre fue ajustando el precio del dólar por debajo de la diferencial de inflación entre ambos países, lo cual llevó a un persistente atraso en el precio del dólar. Esta tendencia a la apreciación del peso cobra más intensidad cuando se acelera

la inflación argentina a partir del 2007. En abril del 2012 el precio del dólar en términos reales es apenas un 1% más elevado que el dólar en el final de la convertibilidad.

Otra forma de evaluar la pérdida de competitividad internacional es a través del costo salarial en dólares. El gráfico 3 presenta la evolución del costo salarial de un trabajador privado en blanco privado. Son cifras oficiales del INDEC a partir del 2006. El costo salarial, medido en dólares, va a ser en el 2012 un 63 % más alto que el del 2009.

EL CORTOPLACISMO PREDOMINA EN LA ESTRATEGIA GUBERNAMENTAL

A modo de conclusión sintetizaremos los puntos centrales de este informe. En el 2008 la Argentina se vio favorecida con un precio internacional de la soja que fue el más elevado en toda su historia económica.

En el 2011, luego de una transición en el 2009/10, volvimos a crecer a tasas chinas porque el precio internacional de la soja volvió a alcanzar un nuevo record histórico, superior al del 2008.

En los comienzos del 2012 nos vimos amenazados por un nuevo “*shock externo*” derivado de los temores del impacto de la crisis de la deuda en Grecia en el resto de Europa y de la amenaza de una nueva sequía agropecuaria.

Estos temores fueron parcialmente neutralizados porque el precio internacional de la soja en febrero/abril del 2012 nuevamente volvió a superar los records históricos del 2008 y 2011.

² “*Recursos Naturales: ¿Bendición o Maldición? Sobre la Experiencia Argentina en los 2000.*”, Por José María Fanelli, Boletín Informativo Techint 336, Sep-Dic 2011.



Sin embargo, en el 2012 ya en no alcanzó con un precio record de la soja para volver a crecer. Fue necesario, además, defender las reservas internacionales del Banco Central imponiendo el control de cambios y el control de las importaciones.

Este modelo soja dependiente solo puede subsistir si el precio internacional de la soja sigue batiendo récords para neutralizar el creciente atraso cambiario. Ello nos conduce a generar la enfermedad holandesa: primarización de la economía debido a que desalentamos las exportaciones industriales y las industrias sustitutivas de importaciones.

El gobierno para contrarrestar las distorsiones estructurales que provoca la enfermedad holandesa adoptó en el mes de enero 2012 las siguientes medidas cortoplacistas:

- Primero, el control de cambios para defender las reservas internacionales del Banco Central frente a la salida de capitales privados al exterior. El objetivo de este control es crear un doble mercado cambiario. Por un lado, un mercado oficial para las operaciones vinculadas con el comercio exterior y la cancelación de deuda pública. Por el otro lado, crear un mercado paralelo para financiar la salida de capitales sin la intervención del Banco Central con sus reservas internacionales.

La brecha entre ambos mercado es de un 20%. La experiencia histórica nos enseña que cuando se va ampliando la brecha cambiaria, tarde o temprano, el gobierno se ve impulsado a cerrarla acercando el dólar oficial al paralelo.

- Segundo, control de las importaciones para defender de la competencia

externa a la industria sustitutiva de importaciones. Ello conduce a una muy elevada protección no arancelaria para las industrias sustitutivas de importaciones. Ello a su vez crea las condiciones para fijar más libremente los precios internos de las actividades sustitutivas de importaciones. Esta medida termina acentuando las tendencias inflacionarias.

CONCLUSIONES

- El tipo de cambio real (dólar) hacia fin de este año va a ser inferior al que tenía al final de la convertibilidad.
- La actual política keynesiana de estimular el consumo privado con una política fiscal y monetaria expansiva, sin contar esta vez con el salvavidas de los superávit gemelos, puede acentuar las consecuencias del atraso cambiario vía aceleración de la inflación y mayor enfriamiento de la economía.
- Esta política de atraso cambiario no es sustentable en el tiempo. En la época de la convertibilidad fue posible financiar el atraso cambiario aumentando el endeudamiento externo. En la actualidad, el gobierno tiene cerrado el acceso al mercado financiero internacional. Tiene dos opciones: contener la inflación o defender el atraso cambiario con las reservas internacionales.
- La opción de las reservas internacionales es la más peligrosa y breve en el tiempo.
- No le queda otra alternativa al gobierno que elaborar una estrategia antiinflacionaria mucho más amplia



que la de depender del dólar como ancla antiinflacionaria. Esta estrategia envuelve consideraciones sobre la política fiscal, monetaria y salarial

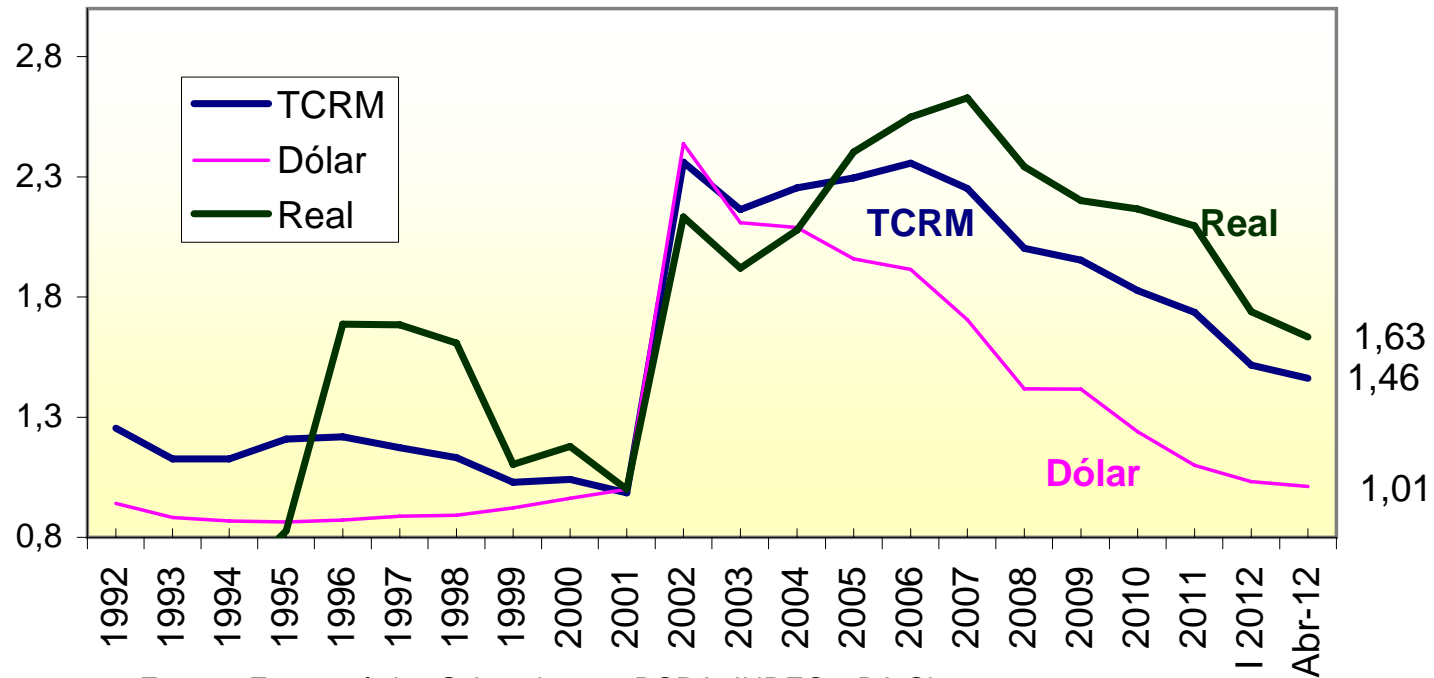
- El control de las importaciones le permite al gobierno ganar algo de tiempo. Para el mes de abril estimamos una caída en las importaciones del 20% en relación al mismo mes del año anterior. Cuanto más brusca y vertiginosa sea la contracción en las importaciones más difícil será sostenerla en el tiempo y mayores serán sus consecuencias negativas en precios y actividad productiva porque la industria sustitutiva de importaciones no estará en condiciones de desenvolverse a la misma velocidad.

Nos resulta extraño terminar ese trabajo con esta conclusión sobre la magnitud y el impacto del atraso cambiario cuando recordamos que el gobierno enfatizó en el inicio de su gestión en el 2003 que su gran diferencia con el periodo de la convertibilidad era que sólo con un tipo de cambio alto e internacionalmente competitivo era posible asegurar un crecimiento sostenido de la economía. Cuán lejos estamos en la actualidad de ese paradigma inicial y cuan cerca estamos de desaprovechar la mejor oportunidad internacional en la historia económica argentina.

Cuadro 1

Evolución del Tipo de Cambio Real Multilateral

1992-2012 Dic-01=1



Fuente: Econométrica S.A en base a BCRA, INDEC y BA City

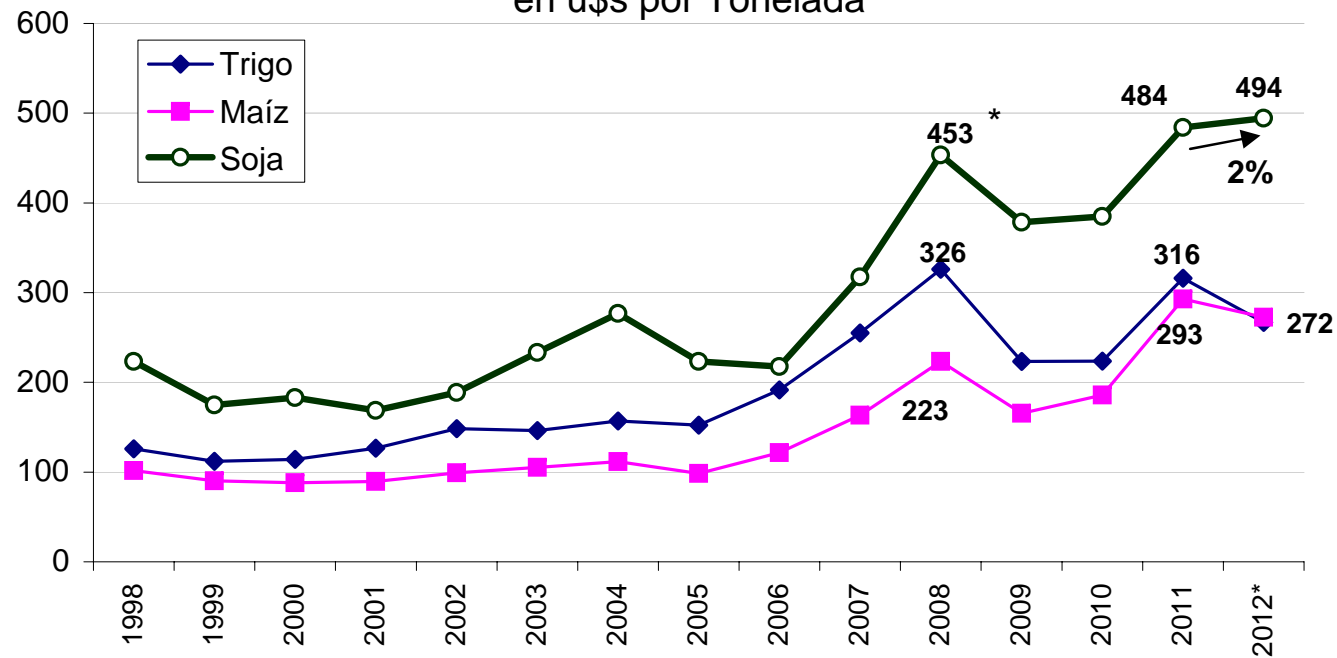
Econométrica S.A

economic research and forecasts

Cuadro 2

Evolución del Precio de la Soja/Maíz/Trigo

en u\$s por Tonelada



Fuente: Econométrica S.A

*Promedio acum. 2012

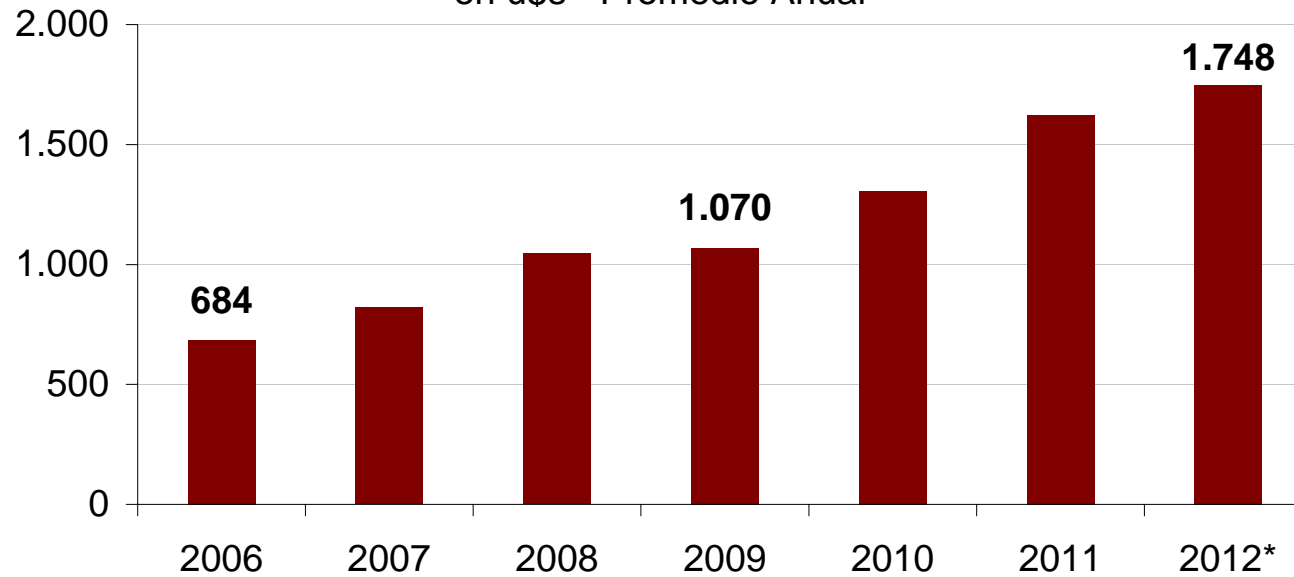
*El 03/07/08, y sólo por un día, la soja alcanza máximo histórico. u\$s609 Tn.

Econométrica S.A

economic reserach and forecasts

Cuadro 3

Costo Salarial - Sector Privado Registrado en u\$s - Promedio Anual



Fuente: MECON

* 2012: Estimación Econométrica S.A (Salario:20% Devaluación:12%)