



Bolsa de Comercio de Santa Fe

Presidente
Ing. Olegario Tejedor

Fundación Bolsa de Comercio
Presidente
Ing. Olegario Tejedor

Director Ejecutivo
Dr. Gustavo Vittori



Centro de Estudios y Servicios

Directora
Lic. María Lucrecia D'Jorge

Coordinador
Lic. Pedro P. Cohan

Investigadores
Srta. Melisa Lazzaroni
Sr. Alfonso Cherri

E-mail de contacto:
ces@bolcomsf.com.ar

Sitio web:
<http://ces.bcsf.com.ar> o
<http://www.bcsf.com.ar>

¿CUÁNTO VALE NUESTRA MONEDA?

TIPO DE CAMBIO REAL MULTILATERAL: LARGO PLAZO & COYUNTURA

Fecha: junio de 2016

Introducción

Entre 2009 y 2015 el peso argentino perdió un 43,0% de competitividad en relación a la moneda de los principales socios comerciales del país, esto es, Brasil, Zona Euro, China y Estados Unidos. Esto repercutió directamente sobre el resultado del intercambio comercial argentino, situación que derivó en un menor ingreso neto de divisas al país. Si bien a comienzos de 2016 se visualizó una mejora, lo cierto es que aún se está lejos de la competitividad cambiaria registrada entre los años 2003 y 2007.

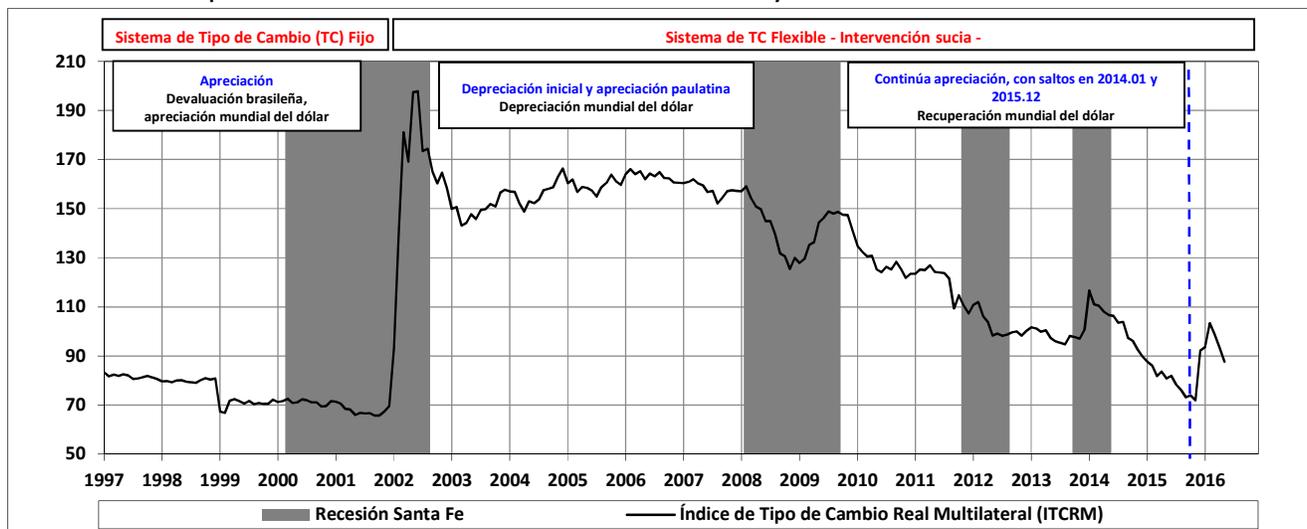
En este marco, el trabajo analiza la evolución del tipo de cambio real de Argentina en relación a sus principales socios comerciales e identifica los puntos más relevantes a tener en cuenta desde un horizonte de largo plazo y en función de la coyuntura.

El Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral: algunas aclaraciones

Para desarrollar el análisis se utiliza información publicada por el Banco Central de la República Argentina (BCRA) en relación al Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM)¹. Sin entrar en consideraciones metodológicas², lo importante es entender que el ITCRM se obtiene a partir de un promedio ponderado de los tipos de cambio reales bilaterales de los principales socios comerciales de la Argentina. Por lo tanto, el índice contempla las fluctuaciones de las monedas y de los precios internos de los países más importantes para Argentina en materia de comercio externo y se constituye de esta manera como un indicador de competitividad relativa en referencia de precios.

También es importante aclarar que el índice considera únicamente los flujos de comercio de manufacturas. En este sentido, se excluyen los productos primarios, combustibles y energía, por tratarse de bienes de tipo *commodities*, cuyos precios internacionales se encuentran homogeneizados.

Gráfico 1: Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral. Período de enero 1997 a mayo 2016. Índice base 17-12-15=100



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

Bajo las consideraciones efectuadas, en los últimos 18 años el principal socio comercial de Argentina internalizado por el ITCRM ha sido Brasil. Este participó en promedio del 33% del flujo total de manufacturas intercambiadas por nuestro

¹ El ITCRM es una herramienta estadística elaborada para medir el precio relativo de los bienes y servicios de nuestra economía respecto a los de un grupo de países con los cuales realizamos transacciones comerciales (exportaciones e importaciones).

² La metodología del ITCRM está disponible en el sitio web del BCRA en: www.bcr.gov.ar

país y el resto del mundo³. El segundo lugar en importancia lo ocupa la Zona Euro. En el período considerado participó en promedio en el 22% del flujo comercial total de Argentina. Por su parte, China se encuentra en tercer lugar y ha ganado mucho terreno desplazando a Estados Unidos desde el año 2010 (su participación en el flujo comercial pasó del 3% en 1997 a casi 18% en 2015). Finalmente Estados Unidos se ubica en el 4to lugar, con el 16% en promedio del flujo comercial total de nuestro país para el periodo 1997-2015. Sin embargo, en este caso su participación ha sido descendente. En los '90 representaba cerca del 20% del total de manufacturas comercializadas y en 2015 sólo explicó el 12,5%. Un repaso particular de la evolución de los tipos de cambio bilateral pueden verse en los anexos al final del documento.

Evolución del ITCRM: últimos años de la década de los '90

Como puede observarse en el Gráfico 1, entre los años 1997 y 2001, el ITCRM muestra una apreciación real del peso (tipo de cambio real bajo) en un contexto de apreciación mundial del dólar. En este período estuvo vigente la ley de convertibilidad que planteaba una relación cambiaria fija de un \$1 por dólar. Por tal motivo, la apreciación de la moneda norteamericana en el plano internacional implicó también una apreciación del peso argentino, es decir, un tipo de cambio bajo no acorde con la productividad del país. Esta situación se agravó con la depreciación cambiaria de Brasil en 1999, nuestro principal socio, dificultando seriamente la situación comercial.

El déficit comercial y la pérdida de reservas sistemática que venía mostrando el país llegaron a su límite en 2001, cuando el flujo de deuda externa se vio interrumpido, en sintonía con una fuga de capitales significativa y haciendo insostenible el régimen de convertibilidad. Su salida marca el final de una etapa a partir de la cual tiene lugar un nuevo régimen cambiario.

La salida de la convertibilidad

Con la devaluación de 2002 Argentina adoptó un nuevo perfil monetario luego de una década de convertibilidad, aumentando el tipo de cambio y favoreciendo la situación relativa del sector exportador. Más aún, durante los años subsiguientes los términos de intercambio de toda la región mejoraron, especialmente los de nuestro país, cuyas principales ventas al resto del mundo se encontraban en ese momento ligadas a productos agropecuarios y energéticos que comenzaron un proceso de apreciación internacional llegando a valores de record históricos.

Inicialmente se registró un *overshooting*⁴ del tipo de cambio real, que se acomodó a la baja al inicio de 2003. A partir de allí, el índice retoma una leve tendencia alcista (depreciación del peso) que se extiende hasta el año 2006 inclusive.

Este sub-período comprendido entre 2003 y 2007, estuvo marcado por un tipo de cambio alto y competitivo para el sector industrial argentino, que además fue acompañado por un contexto externo muy favorable para la exportación de *commodities* (altos precios sobre todo para el petróleo y la soja).

En ese contexto, las exportaciones argentinas al resto del mundo aumentaron tanto en valor como en volúmenes y dado que las importaciones crecieron inicialmente a un ritmo menor, la balanza comercial positiva fue uno de los elementos característicos de la economía hasta fines de 2007.

³ Sin embargo, en los dos últimos años (2014 y 2015) se observa un descenso del peso relativo del país en el comercio exterior argentino, sobre todo en el año 2015 donde dicho nivel se retrotrae una cifra similar a la de 1996.

⁴ Este término se emplea cuando una variable endógena exhibe desbordamiento (*overshooting*) en respuesta a un cambio exógeno (*shock*) y su movimiento en el corto plazo excede el cambio en su valor de largo plazo.

El ITCRM: período 2008-2015

A partir de 2008 y en adelante la situación cambió significativamente. Desde un punto de vista internacional, la crisis financiera produjo efectos en la economía real de los países y modificó la estructura de precios relativos predominantes. El nuevo escenario se caracterizó por la caída sistemática del precio del petróleo y de menores precios para los *commodities* agrícolas, elevados pero no tan favorables. A nivel interno, la apreciación real se produce como efecto principalmente de la suba sostenida de los precios internos, no acompañados por el ritmo de depreciación nominal, en un marco de precios internacionales deprimidos o estables.

A raíz del contexto internacional y de la situación doméstica, Argentina comienza a enfrentar problemas macroeconómicos crecientes. La situación cobró mayor gravedad en 2014 y 2015 en la medida que otros países emergentes que compiten con productos argentinos comenzaron a adoptar posturas más fuertes frente a la depreciación cambiaria. En este sentido se destaca el caso de Brasil, que depreció su moneda alrededor de un 60% entre 2013 y 2016 (mayo).

Esta tendencia de continua pérdida de competitividad externa persiste hasta fines de 2015 inclusive, pero muestra dos instancias de compensación parcial en los años 2009 y 2014. En el primer caso, debido a una recuperación de los mercados internacionales luego de la crisis financiera. En el segundo por una depreciación nominal de aproximadamente 23% en enero de 2014.

En diciembre de 2015 el ITCRM había tocado el mínimo del período, alcanzando a un nivel similar al del año 2001.

El ITCRM en la coyuntura

Las autoridades que asumieron el 10 de diciembre de 2015, adoptaron medidas tendientes a corregir el atraso cambiario que estaba afectando una vez más al sector exportador. Más específicamente, se produce la salida del cepo, la unificación del mercado cambiario, y la quita y reducción de derechos de exportación de los principales productos agrícolas comercializados. En este sentido, la depreciación de la moneda nacional que tuvo lugar al abandonar el cepo fue del orden del 50%. Sin embargo, luego de alcanzarse un máximo de 60% de depreciación nominal en marzo de 2016, la brecha comienza a cerrarse nuevamente como respuesta a una creciente presión inflacionaria que sobrevino con la inercia, la trasmisión de precios por la depreciación del peso, y el ajuste de tarifas. Asimismo, la suba de tasas de interés en pesos que llevó adelante el BCRA y el mayor flujo de dólares provenientes de la liquidación de la cosecha gruesa y de ingresos de capitales por endeudamiento externo para refinanciar el déficit fiscal y los vencimientos, también provocaron una presión del tipo de cambio real a la baja.

De no mediar medidas para quebrar esta tendencia, es probable que el tipo de cambio real profundice el proceso de apreciación cambiaria en el corto plazo. En este contexto, el sector industrial es el más afectado, por pérdida de competitividad medida en precios y por una mayor competencia comercial en función de la apertura de las importaciones. Por su parte, el sector agroexportador tiene un margen más amplio dado que la quita de retenciones implicó una mejora significativa en el valor de percepción de sus exportaciones, y esto, sumado a la depreciación acontecida luego de la salida del cepo, configuró para el sector un aumento mucho mayor.

Esta situación, reflejada en los datos publicados por INDEC a través del Informe Comercial Argentino (ICA), ha provocado una primarización de las exportaciones y una reducción del flujo de manufacturas de origen industrial comercializadas al resto del mundo. En este sentido, los Productos Primarios (PP) y las Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA), tuvieron un incremento del 42% y 26% en las cantidades exportadas en el primer cuatrimestre de 2016 respecto al mismo período de 2015. Las cifras anteriores superaron ampliamente la caída de los precios para cada rubro, 14% y 17% menos, logrando aumentar de esta manera el valor de las exportaciones en 23% y 5%. Por su parte, el valor de las exportaciones de las Manufacturas de Origen Industrial (MOI) y Combustibles y energía cayeron un 17% y 29% respectivamente, debido a las disminuciones en las cantidades como en los precios.

Los desafíos que se plantean hacia adelante son la moderación de la inflación y estabilizar el tipo de cambio real en un contexto de mayor oferta de dólares que no encuentra la demanda suficiente para compensarse. En los últimos días de junio se empezó a configurar un nuevo escenario de apreciación del dólar estadounidense que podría modificar el panorama internacional. Los efectos dependerán de la reacción de las monedas de nuestros principales socios comerciales.

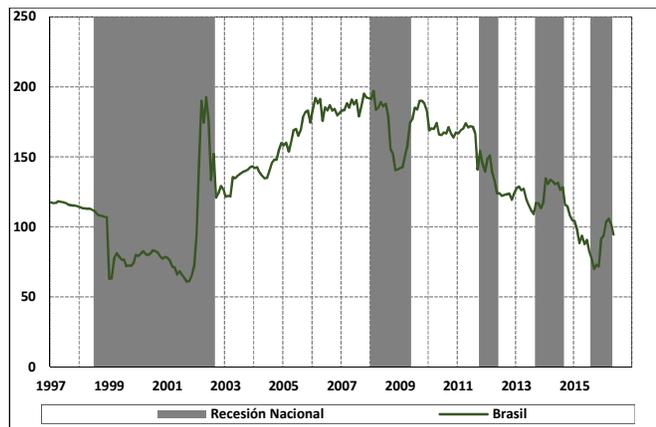
Síntesis

- Entre 2009 y 2015 el peso argentino perdió un 43,0% de competitividad en relación a la moneda de los principales socios comerciales del país. Sin embargo, actualmente se está lejos de la competitividad cambiaria registrada entre los años 2003 y 2007.
- En los últimos 18 años el principal socio comercial de Argentina internalizado por el ITCRM ha sido Brasil, el cual participó en promedio del 33% del flujo total de manufacturas intercambiadas por nuestro país y el resto del mundo. El segundo lugar en importancia lo ocupa la Zona Euro, con un 22%. China se encuentra en tercer lugar y ha ganado mucho terreno desplazando a Estados Unidos desde el año 2010 (su participación en el flujo comercial pasó del 3% en 1997 a casi 18% en 2015). Estados Unidos se ubica en el 4to lugar, con el 16% en promedio del flujo comercial total de nuestro país.
- En 2008 comienza un proceso de apreciación real, de continua pérdida de competitividad externa que persiste hasta fines de 2015 inclusive, pero muestra dos instancias de compensación parcial en los años 2009 y 2014. En el primer caso, debido a una recuperación de los mercados internacionales luego de la crisis financiera. En el segundo por una depreciación nominal de aproximadamente 23% en enero de 2014.
- En diciembre de 2015 el ITCRM había tocado el mínimo del período, alcanzando a un nivel similar al del año 2001.
- La salida del cepo cambiario (diciembre de 2015) provocó una depreciación nominal de la moneda nacional que alcanzó un máximo de 60% en marzo de 2016. Posteriormente la brecha comienza a cerrarse nuevamente como respuesta a una creciente presión inflacionaria que sobrevino con la inercia, la transmisión de precios por la depreciación del peso, y el ajuste de tarifas.
- En el plano interno el desafío por delante sigue siendo la moderación de la inflación y estabilizar el tipo de cambio real en un contexto de mayor oferta de dólares que no encuentra la demanda suficiente para compensarse. El contexto internacional marcará el resto.

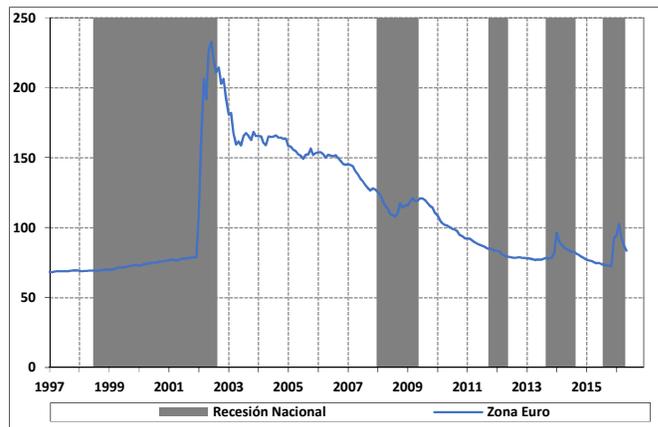
ANEXO

Índices de Tipo de Cambio Real Bilateral con los principales socios comerciales de Argentina elaborados por el BCRA

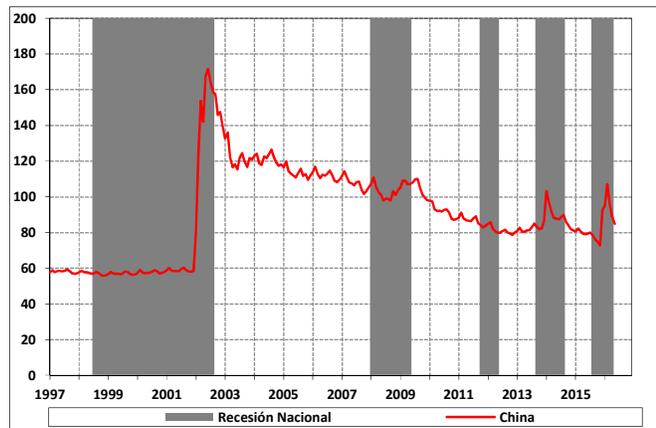
Brasil



Zona Euro



China



EE.UU

