

Dólar: Acuerdo con FMI y brecha “aceptable”

El acuerdo con el FMI dice de manera literal lo siguiente:

En paralelo, calibraremos nuestra gestión del tipo de cambio para garantizar la competitividad a mediano plazo del tipo de cambio real efectivo, e incentivaremos la acumulación de reservas. Con este fin, y para ayudar a alcanzar las metas de acumulación de reservas en el marco del programa (criterio de ejecución cuantitativo), la tasa de ajuste del tipo de cambio oficial mantendrá el tipo de cambio real efectivo en 2022, en general, invariable con respecto a los niveles de fines de 2021, a fin de preservar la competitividad.

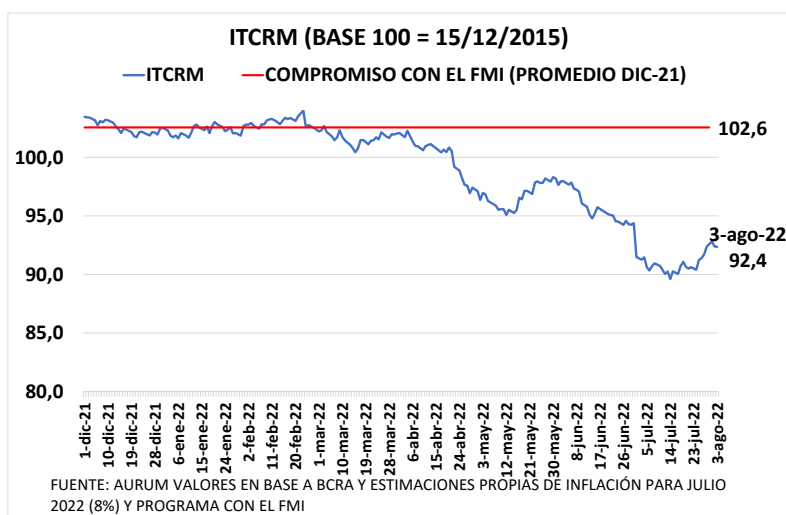
El párrafo leído en su totalidad compromete al Estado a dos cosas:

1. acumular reservas (cantidad determinada por la meta) y
2. a mantener un tipo de cambio real efectivo a niveles de fines de 2021.

De ese párrafo se desprendería que el gobierno podría argumentar que no se alcanza la meta de acumulación de reservas a pesar de mantener el tipo de cambio real de acuerdo con lo comprometido, si esto fuera así.

Lo que parece muy voluntarista es pensar que el FMI (además de toda la flexibilidad demostrada) conceda un “*waiver*” (o dispensa) al objetivo de acumulación de reservas si no se cumple al menos con el compromiso de mantener un tipo de cambio real competitivo, como el de fin de 2021.

Actualmente el tipo de cambio real multilateral mejoró por la suba del real contra el dólar, pero sigue estando muy por debajo del compromiso con el FMI. Esto provoca que no se logre el objetivo de acumulación de divisas y, además, amplía la brecha con los dólares libres. Provocando que ambos procesos se retroalimenten.



Un ajuste de tipo de cambio nominal en una economía como la Argentina es complejo por su traslado a precios. Hemos visto en ocasiones anteriores como una devaluación, aún cuando se presumía que los precios de la economía estaban fijados al tipo de cambio libre, provocó un “*pass through*” de importancia.

Estimamos que los efectos de traslado a precios pueden rondar entre el 30% y el 40% del porcentaje de devaluación que se efectúe (algo similar ocurrió entre fines de 2015 y marzo de 2016 cuando se levantara el cepo). Esto implicaría que una devaluación del 20% implicaría un aumento de la inflación de entre 6 y 8 puntos porcentuales. Sobre una inflación inercial que, sin efecto brecha ni márgenes, ni tarifas, estaría corriendo a un ritmo del orden del 3% al 4% mensual.

Bajo estos supuestos, efectuamos un ejercicio en el que se buscaría mejorar el tipo de cambio real para conseguir dos efectos:

1. Volver a acumular reservas y
2. Reducir la brecha

Considerando el “*pass through*” mencionado y la inflación inercial estructural el ajuste del tipo de cambio nominal debería estar entre el 30% y el 40%. En esta matriz mostramos el nivel de tipo de cambio real que se conseguiría (recordemos que el compromiso está en 102,6) bajo varios supuestos de devaluación y “*pass through*” resaltando el nivel de traslado a precios más probable en una situación de cierto control posterior (símil 2015/2016).

TIPO DE CAMBIO REAL Y TRASLADO A PRECIOS
EFEECTO CON INFLACIÓN INERCIAL 3,5% MENSUAL EN 2 MESES

PASS THROUGH DEVALUACIÓN	10%	20%	30%	40%
5%	90,3	89,9	89,4	89,0
10%	94,1	93,2	92,3	91,4
15%	97,9	96,5	95,1	93,8
20%	101,7	99,7	97,9	96,0
25%	105,4	102,9	100,5	98,2
30%	109,1	106,0	103,1	100,3
35%	112,8	109,1	105,6	102,4
40%	116,4	112,1	108,1	104,3
45%	119,9	115,0	110,4	106,2

EN VERDE SE SEÑALA EL TCRM COMPROMETIDO CON FMI
LOS COLUMNAS AMARILLAS SEÑALAN EL PASS THROUGH MÁS PROBABLE
EN FUNCIÓN DEL LEVANTAMIENTO DEL CEPO EN 2015

Como la economía se mueve en un marco de exceso de pesos y la confianza no es la suficiente, este ajuste requerirá que se mantengan esquema de control como las condiciones existentes a fines de 2021 (cepo e impuestos).

Departamento de Research – research@aurum.com.ar

BOUCHARD 547 P 25, C.A.B.A, Argentina – TEL: +54 11 5219 1812 – ARGENTINA



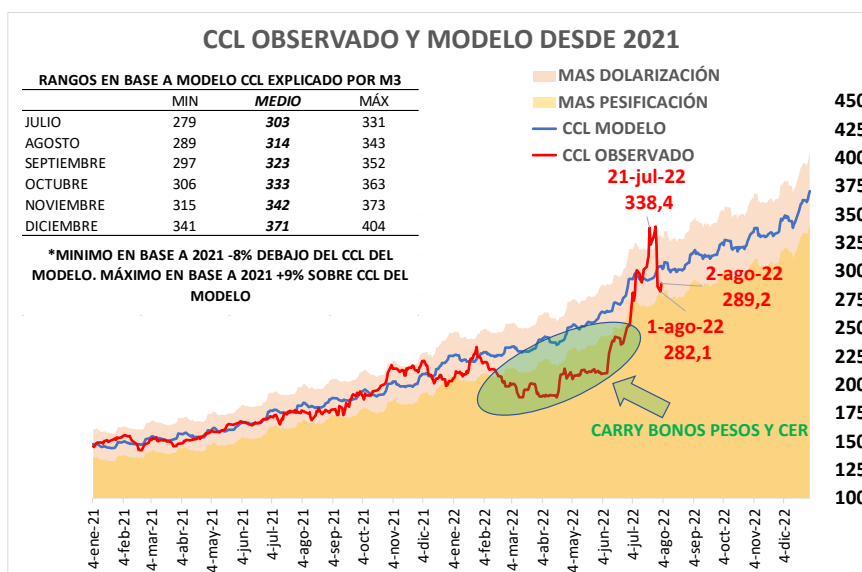
Bajo esta mirada, el esquema en sí mismo es pro-brecha. Claro que, luego del ajuste y con algunas señales positivas podría conseguirse que esa brecha esté en márgenes más ajustados que la actual.

Recapitulando, un ajuste del tipo de cambio real de entre el 30% y el 35%, con “*pass through*” moderadamente optimista proporcionaría el espacio necesario para justificar que la meta de reservas no se alcanza a pesar de mantener la competitividad de la moneda tal como se comprometió.

Ese ajuste llevaría el tipo de cambio oficial a la zona de \$175/180. Y estos niveles, con una brecha de entre el 60% y el 70% (brecha que reflejaría el costo del dólar solidario o tarjeta) sería consistente con tipos de cambio libres de entre \$280 y \$305. Estos niveles son similares a los que arroja el modelo que manejamos y que intenta predecir el nivel de CCL adecuado según el nivel que muestra el agregado M3 privado.

TIPO DE CAMBIO LIBRE EN FUNCIÓN DE AJUSTE DEL OFICIAL Y BRECHA (INDUCIDA POR IMPUESTOS Y ESQUEMA DE CONTROL DE CAMBIOS)

	BRECHA	
TC OFICIAL \	60%	70%
175	280	298
180	288	306



En conclusión, lo que sugiere el modelo y el compromiso que no se cumple con el FMI, es que no es el tipo de cambio libre el que está desfasado. En todo caso tendrá fluctuaciones dentro de ciertos rangos. Es el dólar oficial el que no contribuye a la necesidad de acumular reservas producto de la falta de una política fiscal, monetaria y cambiaria consistente. Resolver este problema apelando a atajos, solo demorará lo inevitable haciendo más doloroso el ajuste cuando llegue.