NOTA DE PORTADA

La debilidad del Tipo de Cambio Real: una problemática que se agudiza

Cr. Mg. Sebastián Pérez
Ec. María Eugenia Cedrés
Diciembre de 2012

En economías pequeñas, abiertas y dolarizadas como la uruguaya, el tipo de cambio se vuelve una variable de referencia económica fundamental, por el impacto directo que tiene sobre otras variables clave, como por ejemplo el endeudamiento, la inflación y la competitividad de las empresas.

En los últimos meses, el importante descenso del valor del dólar en Uruguay trajo a escena nuevamente la discusión acerca de los impactos que traen aparejados los niveles reducidos del tipo de cambio cuando son persistentes, su consistencia desde el punto de vista macroeconómico, así como en relación a qué se puede esperar respecto a su evolución futura.

Previamente al desarrollo de argumentos que permitan concluir acerca de la temática, conviene repasar algunos conceptos que comúnmente se utilizan para el análisis.

La noción de tipo de cambio real y tipo de cambio real de equilibrio

El tipo de cambio real (TCR) no es más que la medición de los precios en términos relativos. Como primera aproximación, si se toma el TCR como un precio relativo entre una canasta de bienes a nivel internacional y una canasta de bienes local, empíricamente se observa que esa relación va cambiando. O sea, los países se encarecen y se abaratan a lo largo del tiempo. Aun así, sobre la base de dicha evolución subyace la noción de que por razones propias de las fuerzas naturales de la oferta y la demanda, un país no se puede abaratar indefinidamente respecto a otro país y viceversa (Paridad de Poderes de Compra).

La pregunta que surge es si ese valor -que relaciona las dos canastas-, es un valor arbitrario. En todo caso, ¿es posible que un gobierno a través de ciertas

políticas pueda definir arbitrariamente la relación entre los precios en nuestro país y los precios en la región, o en otras zonas del mundo? Si eso fuera posible, ¿por qué no hacerlo?

Suponiendo que las economías se encuentran relativamente abiertas al comercio internacional, en el caso de que la relación de precios en términos reales entre dos países determine que uno de ellos se abarata mucho respecto a otro, probablemente se observará un arbitraje de bienes (independientemente de los costos de transacción, transporte o aranceles que existan y que dificulten ese arbitraje). Esto quiere decir, por ejemplo, que si Uruguay es muy barato respecto a Brasil, tarde o temprano los brasileños comenzarán a demandar más bienes uruguayos, y ese aumento de la demanda generaría presiones al alza sobre los precios nacionales hasta que finalmente los precios tenderían a un equilibrio. Ese análisis simple, que implica la validez en términos conceptuales de lo que se conoce como la Paridad de Poderes de Compra, es lo que permite intuir la existencia de un TCR de equilibrio.

Volviendo a lo conceptual, la teoría económica explica cómo se determina el TCR de equilibrio. En efecto, lo que hace un modelo es evaluar el comportamiento de muchas variables que se encuentran interrelacionadas entre sí, tal como sucede en la economía real. Luego, esos modelos permiten dar una pauta de cuáles son los factores determinantes de los cambios y dan una guía de lo que puede pasar en el futuro de mantenerse ciertos supuestos.

Tratando de ser más específicos, si se supone que este precio relativo en términos reales se comporta como cualquier otro precio de la economía, entonces se debe aceptar que está sujeto a las reglas de la oferta y la demanda, y a los cambios que se observen en los mercados correspondientes. Se puede definir entonces un conjunto de factores que afectan al TCR y que en último término, lo determinan. Del mismo modo que en microeconomía existe un modelo que explica por qué el precio de venta de una empresa no es arbitrario -sino que surge de determinados juegos de oferta y demanda-, en macroeconomía se puede lograr una explicación que también surge de la interacción de diferentes factores, habitualmente conocidos como fundamentos de la economía.

El equilibrio, entonces, es un concepto teórico. Por definición, si todas las variables se encuentran en equilibrio, no habría ninguna fuerza influyendo para que cambien de valor. Por el contrario, cuando las variables se encuentran en desequilibrio, ello implica que se están moviendo hacia algún lado y existen fuerzas sobre esas variables que determinan que continúen en movimiento.

En resumen, es posible realizar dos apreciaciones respecto a este tema.

En primer lugar, el TCR de equilibrio de largo plazo se determina en base a factores de oferta y demanda, por ende no puede ser determinado arbitrariamente y cambia con el paso del tiempo. En segundo lugar, el TCR de equilibrio depende de variables nominales solamente en el corto plazo. En la medida que los precios de los bienes se ajustan, el TCR vuelve a una situación estable.

Ahora bien, lo interesante es saber si el valor que se observa del TCR es su valor de equilibrio o no. Lo que se busca es lograr determinar si el TCR subirá, bajará, o se va a mantener constante, en función del distanciamiento entre el TCR observado y el TCR estimado como valor de equilibrio.

La teoría económica plantea una solución para dar respuesta a este cuestionamiento. Para ello, se parte de un concepto bastante intuitivo -ya explicitado-, el cual admite que los precios de diferentes economías en términos

PGE

Plan de Gestión de Envases No Retornables

Alcance del Plan de Gestión de Envases (PGE)

- Actualmente se desarrolla en los departamentos de Canelones, Flores, Maldonado, Rivera y Rocha
- Próximamente iniciará en Montevideo y progresivamente irá llegando a todo el territorio nacional.

Adhiérase al PGE – CIU

Para empresas que comercializan sus productos en envases no retornables

Exigido por la DINAMA desde el año 2007

infórmese: **www.pge.com.uy** / consultas@pge.com.uy / 2604 0464 . int 168 – 275

FIDEICOMISO
PGE-CIU

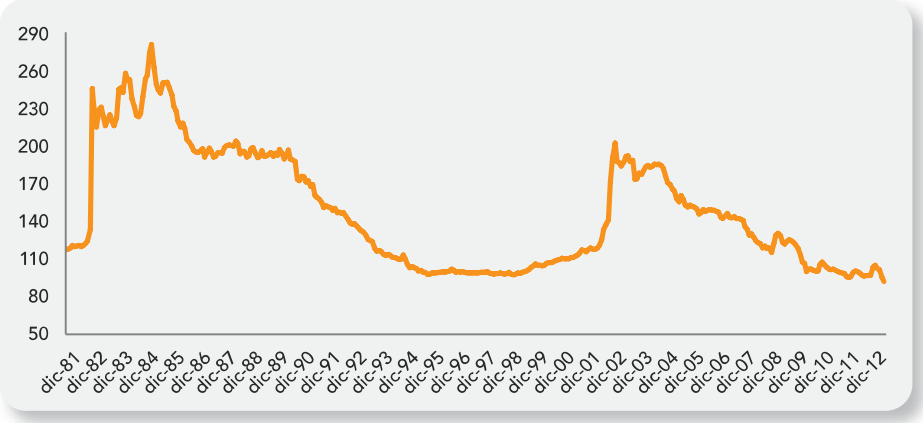
tu envase sirve

Una contribución socialmente responsable de la Cámara de Industrias del Uruguay.

reales no deberían apartarse indefinidamente entre sí. De este modo, es posible plantear que el TCR no puede crecer ni caer indefinidamente. Por lo tanto, se puede considerar que el TCR debería encontrarse en niveles relativamente estacionarios en un período suficientemente largo.

Si se define este concepto como "TCR de equilibrio" (que sería un nivel razonable donde debería ubicarse el TCR), se obtiene un valor contra el cual es posible comparar el tipo de cambio en cada momento del tiempo.

Gráfico 1 - TCR Bilateral Uruguay - Estados Unidos (Base 1995=100)
Fuente: Departamento de Estudios Económicos en base al BCU



En concreto, no existe una única forma de medir ese valor de equilibrio.

En términos generales se puede plantear una primera aproximación que resultaría del promedio de la serie del TCR en un período suficientemente largo de tiempo. Es de las formas más simples que se utilizan para determinar si existe "atraso" o "adelanto" cambiario.

Otra forma de abordar el mismo fenómeno es el que surge del concepto del TCR explicado por sus fundamentos, los cuales podría decirse que son de dos tipos: aquellos vinculados a los equilibrios externos (cuenta corriente, endeudamiento externo, etc.), y los asociados a aspectos internos (gastos e ingresos, desempleo, etc.).

Un desequilibrio del TCR puede deberse a que éste se encuentra desfasado respecto a sus fundamentos, o bien a que los fundamentos mismos se encuentran en desequilibrio. Por ejemplo, se puede sustentar que en la década de los noventa los fundamentos del TCR mostraron importantes cambios, y en algunos casos resultaron permanentes, lo cual determinó parte de la evolución de la variable.

En este punto resulta importante resaltar que el acento del análisis no debe centrarse en la relación entre inflación y tipo de cambio nominal (y en todo caso en la posibilidad de afectar el TCR a través de la política cambiaria), sino que debería concentrarse en la evolución de los fundamentos. Y lo que es relevante preguntarse es si los cambios en los fundamentos del TCR son permanentes o transitorios.

De acuerdo a cuál sea el análisis, entonces se podrá pensar que el TCR se encuentra en equilibrio o en desequilibrio (o sea deberá mantenerse, subir o bajar).

Por tanto, si bien la política cambiaria puede acelerar el proceso de ajuste del TCR cuando éste se encuentra en desequilibrio, esta variable tenderá de todas formas a su equilibrio fundamental (a través de los cambios de los precios internos y el tipo de cambio). Ese proceso puede llevar más o menos tiempo, lo que en buena medida dependerá de las características de cada economía (estructura de los mercados, grado de apertura, flexibilidad del mercado laboral, dolarización, regulaciones sobre los precios y los ingresos, en particular indexatorios, etc.).

Gráfico 2 - TCR Multilateral (Base 1995=100)
Fuente: Departamento de Estudios Económicos en base al BCU

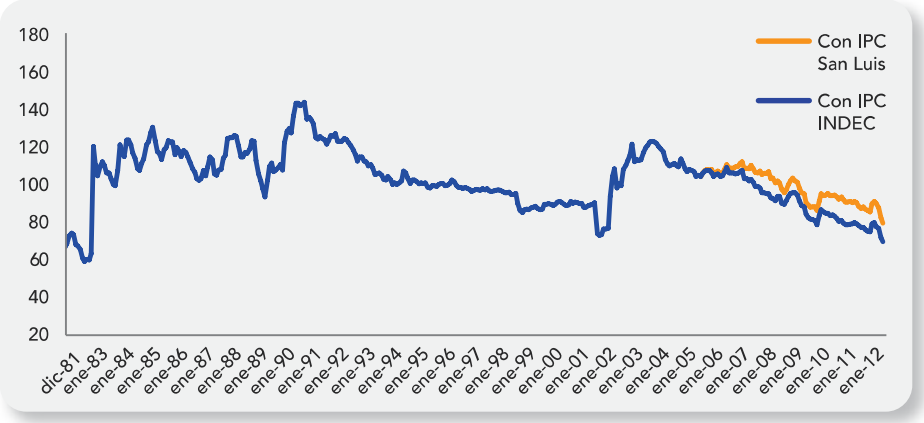


Gráfico 3 - TCR Bilateral Uruguay - Argentina (Base 1995=100)
Fuente: Departamento de Estudios Económicos en base al BCU

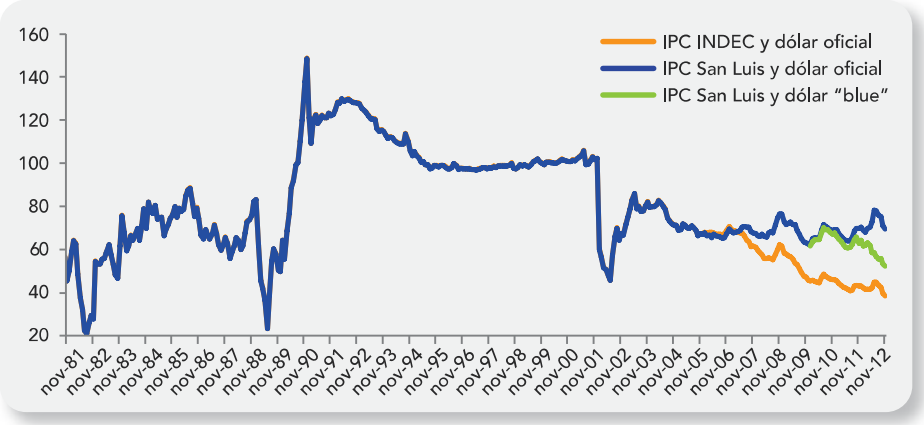
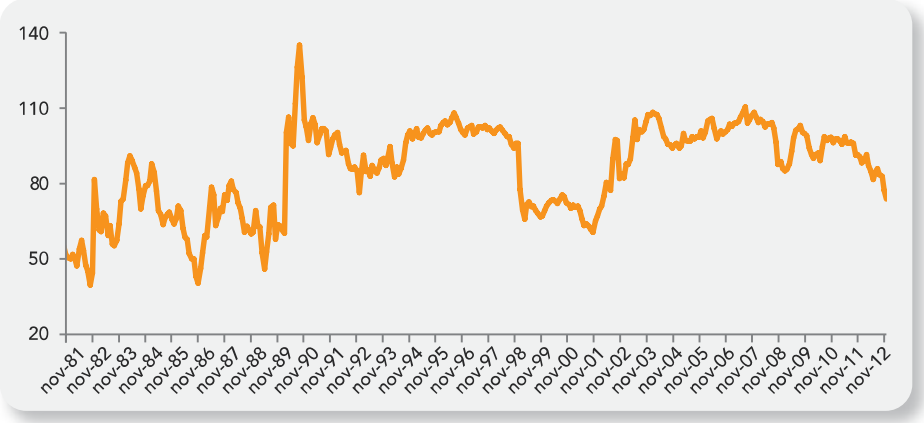


Gráfico 4 - TCR Bilateral Uruguay - Brasil (Base 1995=100)
Fuente: Departamento de Estudios Económicos en base al BCU



Yendo a un caso concreto, antes de la devaluación de 2002, los precios en dólares habían comenzado a disminuir, en un contexto de aceleración de la pauta devaluatoria y de disminución de los precios internos. Pero el escenario no era sencillo, dado que los desequilibrios no eran solo de orden cambiario. Existía una alta dolarización de la economía, una creciente recesión de la actividad (comenzada en 1999), altas tasas de desempleo, debilidades en el sistema financiero, una deuda externa en dólares muy importante (generada en años de crecimiento relativamente alto), un déficit fiscal abultado (debido tanto a problemas de recaudación como de gasto), etc.

En un documento realizado por el Departamento de Estudios Económicos de la CIU posterior a aquella crisis, ya se alertaba que "como forma de intentar prevenir los desequilibrios que determinaron la subvaluación del tipo de cambio en el pasado, se debería procurar una política racional de gastos e ingresos por parte del Estado (alertar respecto al ciclo político), promover políticas fiscales anticíclicas, desdolarizar la economía, exigir más independencia del BCU respecto al sistema político, reforzar el sistema financiero frente a los shocks regionales, mantener un monto y un portafolio de deuda externa razonable, entre los aspectos más destacables. En la medida que se avance en esa dirección, probablemente podrían impedirse nuevos desajustes del TCR respecto a sus fundamentos. En cambio, en la medida que los desequilibrios fundamentales persistan y no se logre controlarlos, no importará la política cambiaria por la cual se opte (tipo de cambio fijo, flexible o flotación sucia), se observarán nuevos desajustes del TCR con respecto a su nivel fundamental".

Pasados varios años, podríamos decir que algunas fuentes de desequilibrio se vienen superando (desdolarización, fortalecimiento del sistema financiero, disminución del endeudamiento público), pero otras siguen manteniéndose intactas (política de gastos e ingresos por parte del Estado, ciclo político, ausencia de políticas fiscales anticíclicas). Y más allá de la política cambiaria actual (entre flexible y flotación sucia), cada vez más analistas argumentan que el TCR hace ya bastante tiempo que no estaría en zona de equilibrio.

El análisis de la situación actual

En función de lo explicitado anteriormente, una forma de abordar el tema es observando la evolución histórica de la relación de precios de Uruguay con países o grupo de países relevantes[1]. Si bien no representa una medida del tipo de cambio real de equilibrio, sí resulta una aproximación válida al concepto.

Por ejemplo, respecto a la relación de precios entre Uruguay y Estados Unidos, diversos estudios demuestran que hay una relación de equilibrio entre los precios de ambas economías en el largo plazo, y es por eso que resulta de interés la medición. Actualmente, los precios en dólares de nuestra economía se encuentran en niveles históricamente altos en relación a los precios de EEUU. Es de esperar que cuando se modifiquen algunas condiciones por las cuales el tipo de cambio muestra el actual comportamiento (entrada de capitales, altos precios de los commodities medidos en dólares, afluencia de importantes flujos de inversión extranjera directa), el tipo de cambio retornará a un nivel por encima del actual. Si bien podrían realizarse diversas conjeturas y cálculos respecto a cuán lejano está ese nivel de equilibrio hacia el cual deberá tender y el timing esperado de dicha evolución, en general hay coincidencia en que el diferencial ronda el 30%, desfasaje que también se verifica en otras economías en desarrollo, como por ejemplo la brasileña.

Si el mismo análisis se realiza considerando una canasta de precios promedio de los países con los cuales se mantiene un mayor vínculo comercial, se llega a una conclusión similar. En efecto, se observa que el TCR multilateral ha mostrado una trayectoria descendente desde el año 2003, tendencia que se ha profundizado significativamente en los últimos meses, llegando a valores similares a los registrados previo a la devaluación del 2002.

Respecto a la región, la relación de precios con Argentina también está muy deteriorada. Los cálculos en este caso son bastante más complejos, por las divergentes informaciones que ofrece ese país para las mismas variables (inflación de INDEC u otras fuentes, dólar oficial o dólar blue). En cualquier caso, también con Argentina la relación de precios se ubica en los peores niveles de los últimos 20 años.

Con Brasil la relación de precios de largo plazo es un poco menos volátil que con Argentina y resultó favorable durante varios años. En los hechos, desde la devaluación del peso del 2002, salvo episodios puntuales que se produjeron en 2008 y 2009, se mantuvo un buen nivel de competitividad medido a través del TCR bilateral. Pero desde el año pasado cambió el escenario,

[1] Considerado como indicador de la competitividad del sector externo de un país, cuando el TCR aumenta, la competitividad mejora, es decir, el país en cuestión se vuelve "más barato" respecto a sus competidores comerciales, y al revés cuando el TCR baja.

producto de dos razones que operaron al mismo tiempo: Brasil se abarató y Uruguay se encareció. Como resultado, a fines de 2012 se terminó el año con una de las relaciones de precios más desventajosas para Uruguay de las últimas dos décadas, y de similar magnitud a las que primaron desde 1999 a 2001, período en que había un amplio consenso en que Uruguay se encontraba en una fase de "atraso cambiario".

El desalineamiento del tipo de cambio real

Como se dijo anteriormente, diversos estudios establecen que en el largo plazo los precios en dólares de Uruguay tienen una relación de equilibrio con respecto a los precios de Estados Unidos, y que al mismo tiempo, en el mediano plazo, el TCR de Uruguay queda determinado por la relación de precios con Argentina y Brasil. En efecto, tal como se presentará más adelante, los datos indican que los precios en dólares en Uruguay no pueden mantener una evolución muy diferente a la evolución de los precios en dólares de sus vecinos. Esto se debe a una variedad de razones, entre las que se encuentran la proximidad geográfica a estos dos países, la importante relación comercial (incluyendo turismo), los procesos de integración y los aspectos culturales, institucionales y políticos en común.

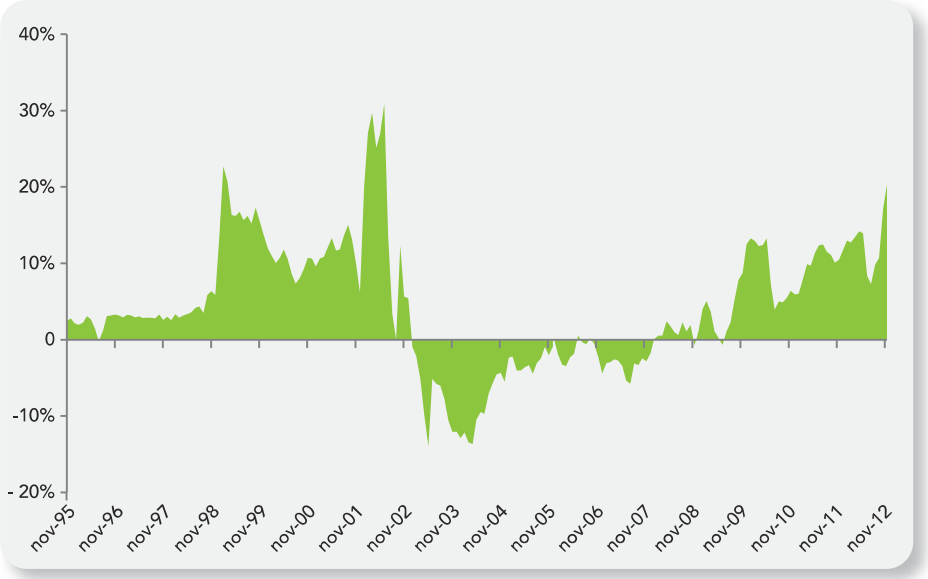
También se puede demostrar que largos períodos de desfasaje del TCR, particularmente con la región, implican ajustes macroeconómicos posteriores relativamente severos, así como importantes descensos de la rentabilidad industrial durante dicho lapso de tiempo, afectando el aparato productivo.

Para evaluar el eventual desalineamiento actual del tipo de cambio, se tomó como supuesto el cumplimiento de la Paridad de Poderes de Compra entre Argentina, Brasil y Uruguay. Este supuesto permite sostener que los precios en dólares en la región tienden a evolucionar de manera similar en el largo plazo.

Bajo estos supuestos, se realizó una modelización de los precios en dólares en Uruguay, tratando de estimar cuál es el efecto de los precios regionales en la formación de los precios en nuestro país.

Luego de realizar esa estimación, se procuró determinar hacia qué niveles debería tender el índice de inflación en dólares en Uruguay dados los precios en Argentina y Brasil. El resultado, que se presenta en el gráfico siguiente como porcentaje respecto al equilibrio, estaría indicando que los precios en dólares domésticos se encuentran bastante por encima de los que resultarían de equilibrio de largo plazo (aproximadamente 20%), tomando únicamente como factor relevante el nivel de precios de la región[2].

Gráfico 5 – Desajuste del TCR respecto al equilibrio (Hasta diciembre 2005 con IPC INDEC, a partir de enero 2006 con IPC San Luis)
Fuente: Departamento de Estudios Económicos



[2] La estimación se realiza bajo el supuesto de que existe una relación de equilibrio estable entre los precios de Uruguay y los de Argentina y Brasil. Se modeliza la serie de TCR por medio de un modelo de corrección de errores, que permite encontrar dicha relación entre los tres TCR, y también el ajuste y la dinámica en el corto plazo. La variable dependiente del modelo son los precios uruguayos en dólares, mientras que las variables independientes son los precios en dólares de los países de la región.

Los antecedentes muestran que tras algunos años en que ha habido desalineamientos importantes y persistentes, se han generado ajustes bruscos del tipo de cambio (por ejemplo, devaluación 2002). Es decir, las apreciaciones reales de la moneda uruguaya han desembocado en fuertes depreciaciones, con consiguientes crisis económicas.

El modelo permite aseverar que actualmente el país se encuentra atravesando otro período relativamente largo de precios relativos desfavorables. Por otra parte, también permite encontrar el tipo de cambio que debería existir en una situación de equilibrio. Por ejemplo, durante el mes de noviembre de 2012, para que el TCR se ubicara en zona de equilibrio, hubiera significado que el dólar cotizara en Uruguay en el entorno de $ 24,3, siendo que el valor promedio observado se ubicó en $ 20.

En efecto, el encarecimiento relativo es más notorio desde el tercer trimestre del año pasado, impulsado por la desvalorización relativa del Real. Este hecho es particularmente importante dado que los países de la región representan 1/4 del total de exportaciones de bienes (con mayor participación en el caso de las manufacturas), buena parte del comercio de servicios, y 1/3 del total de las importaciones de bienes.

De todos modos, en esta oportunidad, se espera que la corrección no se procese abruptamente dado que existen fundamentos económicos mucho más sólidos que en otras oportunidades: mejores términos de intercambio, mejoras de productividad genuinas en algunos sectores, menores riesgos macroeconómicos que se comenzaron a consolidar desde la salida de la crisis (sostenibilidad fiscal, buen nivel de reservas internacionales, adecuado apalancamiento, etc.). Pero tampoco se espera que se desplieguen acciones más decididas para atenuar la tendencia a la apreciación de la moneda -basadas en la reducción del gasto público o convalidando menores ajustes salariales en el ámbito de los Consejos de Salarios-, que puedan ejercer una incidencia efectiva en los niveles de inflación y alivien las tensiones en la política monetaria.

Siendo así, eventuales shocks externos asimétricos y la reacción a destiempo de la política económica podrán inducir a un mayor ajuste real del que sería necesario en caso de mayor coordinación de la política económica (por ejemplo, aumento de la tasa de desempleo, cierre de empresas, etc.).

En este contexto, los precios relativos continuarán resultando desfavorables para los negocios manufactureros por varios meses más, salvo durante algunos lapsos de tiempo, en caso de que se produzcan episodios fuera de nuestro país que generen una rápida salida de capitales como ya ocurrió en algunos meses de 2008 y 2009, y alienten una depreciación de nuestra moneda.