

¿Qué pasó con el dólar?

*Gustavo Reyes – Economista Jefe IERAL
Agosto de 2017*

En las últimas semanas, el dólar volvió a ser noticia. El primer ascenso se produjo ya hace algunos meses con las turbulencias políticas en Brasil a raíz de las denuncias por corrupción hacia el presidente Temer. Este hecho le puso un nuevo piso (superior a 16) al precio de la divisa americana. Luego, a fines de junio y durante los primeros días de julio, el mercado cambiario volvió a recalentarse y el dólar superó el techo de los \$/u\$s 17 para estabilizarse en valores levemente superiores a \$/u\$s 17. En la segunda quincena de este último mes, el precio de la divisa volvió a subir y, luego de superar los \$/u\$s 18, se estabilizó en valores un poco menores pero con un probable nuevo piso cercano a los \$/u\$s 17.50.

Las respuestas a por qué subió el dólar son múltiples pero hay una que es fundamental: en una economía aún con inflación muy alta como sucede en Argentina, la mayoría de los precios suben y el dólar difícilmente sea la excepción y más cuando su valor se encuentra muy bajo en términos de poder adquisitivo. En las siguientes líneas analizaremos los distintos determinantes del precio del dólar en Argentina y cómo puede seguir su dinámica.



¿Cuáles son los determinantes del dólar?

De acuerdo a la teoría más convencional del tipo de cambio¹, el valor de la divisa depende de la rentabilidad esperada de mantener activos en moneda extranjera respecto de mantenerlos en moneda doméstica. Cuando la rentabilidad esperada de mantener activos en moneda doméstica es inferior al de moneda externa, el mercado se vuelca a la compra de activos en esta última moneda llevando al tipo de cambio a la suba y viceversa.

En general el principal determinante de la rentabilidad de mantener activos en pesos está determinando por la tasa de interés en dicha moneda. De ahí la influencia negativa del Banco Central sobre el valor del dólar a través de las elevadas tasas de interés de corto plazo para inversiones en pesos (Lebac).

Por el lado de los determinantes de la rentabilidad de mantener activos en moneda extranjera, tres de los más importantes están dados por las siguientes variables: tasa de

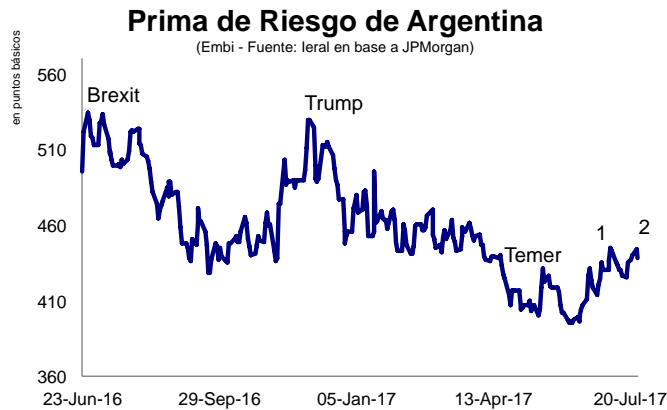
¹ Krugman y Ostfeld (2012), “Economía Internacional”, capítulo 14, Pearson Educación., Madrid.

interés internacional (en moneda extranjera), prima de riesgo del país y el valor de mediano plazo que pueda tener el dólar en el mercado interno (esta variable determina las expectativas de depreciación de la moneda doméstica).

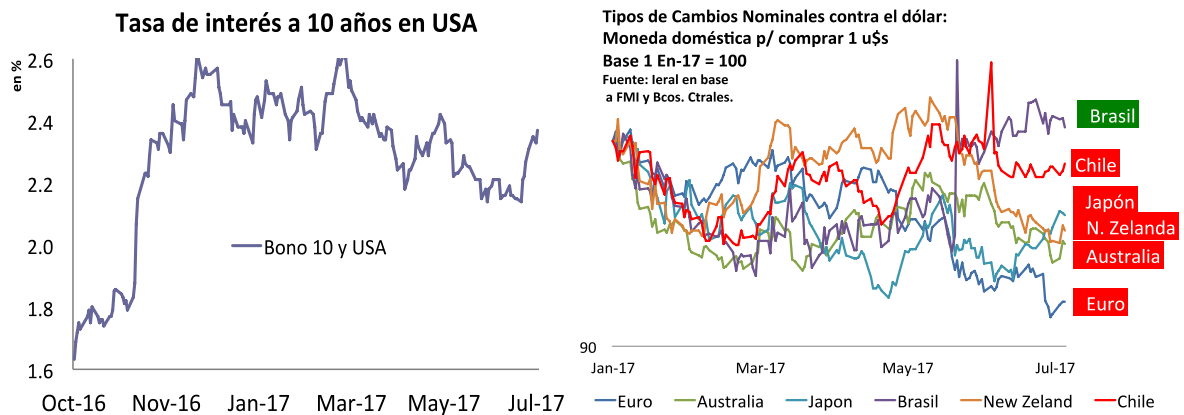
Es decir que dependiendo de las dinámicas relativas de las tasas de interés en pesos, la prima de riesgo país, la tasa de interés internacional y el valor esperado del tipo de cambio para el mediano plazo, la teoría económica intenta de explicar las fluctuaciones del valor del tipo de cambio nominal en el corto plazo.

Shocks Externos y el dólar en Argentina

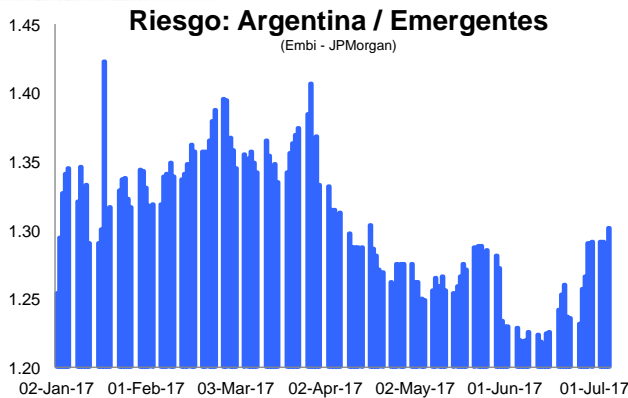
Tanto el evento de Temer, como la llegada al poder de Trump en Estados Unidos y el Brexit afectaron negativamente la disponibilidad de fondos hacia los mercados emergentes e hicieron subir la prima de riesgo país de Argentina. Con ello, la rentabilidad esperada de los activos en moneda extranjera aumentó y por lo tanto, también lo hizo la demanda de dólares dentro de nuestro país y el valor de la divisa.



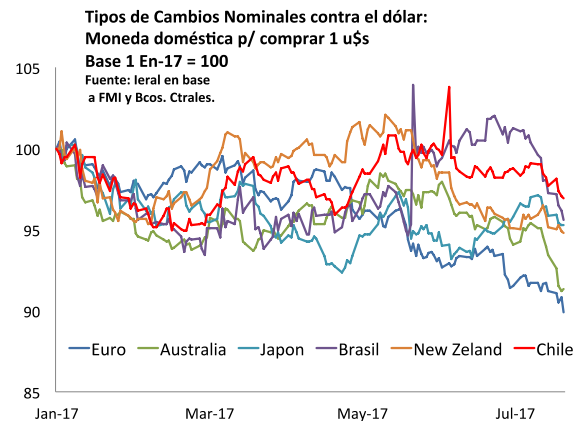
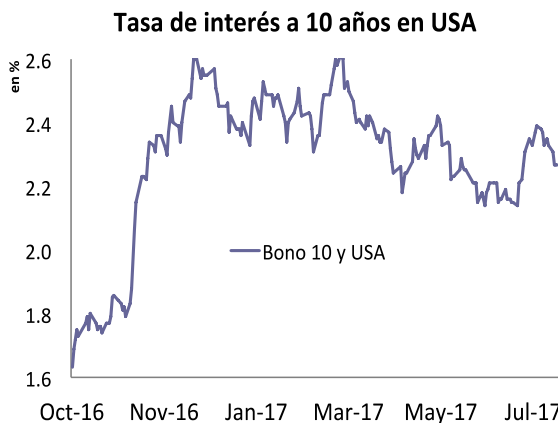
A principios del mes de julio, la prima de riesgo país de Argentina volvió a subir y esta suba también fue acompañada por un mayor valor del dólar (perforó el techo de los 17 \$/u\$s). Entre otros motivos, en esta oportunidad, se produjo un aumento en la tasa de interés de largo plazo en los Estados Unidos. Una mayor tasa de interés en Estados Unidos hace que los fondos disponibles para los mercados emergentes pierdan atractivo y parte de los mismos migren hacia el país del norte, reflejándose en valores mayores de la divisa americana en diversos países como así también en menores precios de bonos de estos países y mayores primas de riesgo país.



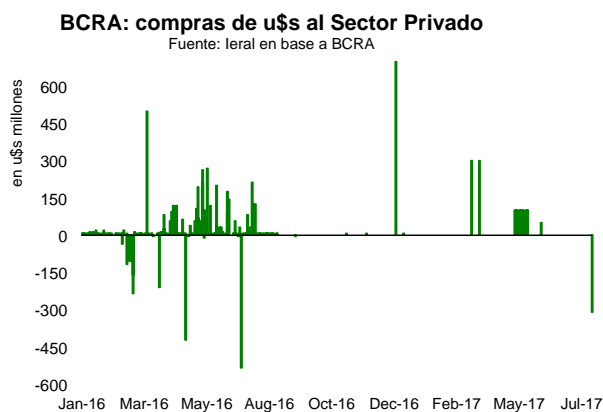
En esta oportunidad, Argentina no fue la excepción y dados sus problemas internos, la prima de riesgo aumentó aún más que el promedio de las economías emergentes y también hizo lo propio el precio de la divisa en el país como se mostró anteriormente.



En la segunda quincena del mes de julio, la suba en la tasa de interés de Estados Unidos se revirtió rápidamente y el proceso de aumento del dólar en los distintos países también se dio vuelta con la misma celeridad.



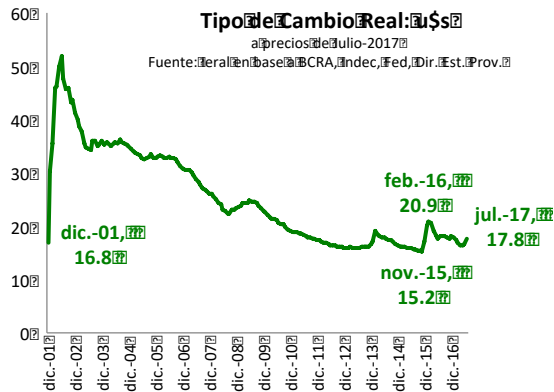
En Argentina, a pesar de esta relativa mejora en el panorama externo, el mercado cambiario en nuestro país volvió a recalentarse nuevamente en la segunda quincena y el dólar perforó los 18 \$/u\$s 18 y luego se estabilizó en valores levemente inferiores a esta última cifra gracias a la intervención del Banco Central que vendió divisas por primera vez en el año.



Expectativas de devaluación de mediano plazo

Sin duda los fenómenos políticos y la cercanía de las elecciones de mediano término siempre tienen una importante influencia en Argentina pero más allá de estas razones, un hecho claramente objetivo que explica la suba del dólar en las últimas semanas es que su valor en términos de poder adquisitivo continúa bajo aún después del fuerte ascenso de las últimas semanas.

- Entre diciembre de 2016 y julio de 2017, los precios habrían crecido alrededor del 14% (aún no está disponible la inflación del mes de julio) mientras que el dólar hizo lo propio en solamente un 10%.
- Con el dólar cercano a los 17.8 \$/u\$s, en términos de poder adquisitivo (ajustado por precios en Argentina y en USA), su valor es apenas un 6% mayor al de diciembre de 2001.



En general un valor bajo del dólar en términos de poder adquisitivo, en un régimen de tipo de cambio flotante como el actual en Argentina, implica que a mediano plazo su precio debería estar más alto y esto claramente genera expectativas de devaluación y por lo tanto, cambios en la demanda de dólares de corto plazo como se comentaba anteriormente.

El valor del dólar en el mediano plazo

El valor de mediano plazo del dólar no resulta simple de estimar ya que por un lado depende de múltiples variables y por otro lado, existen múltiples teorías y metodologías para realizar dichas estimaciones.

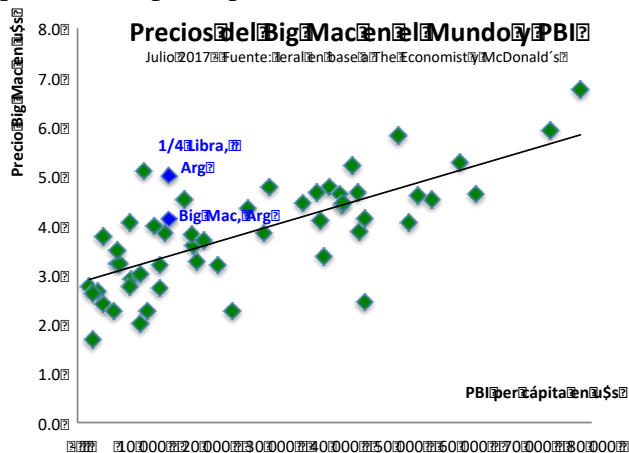
Una teoría muy simple pero ampliamente utilizada que ayuda a estimar este valor de mediano plazo de la divisa es la denominada teoría de la “Paridad de Poder de Compra”² que ha sido fuertemente difundida por el semanario británico The Economist. Este “think tank”, a través de su indicador de tipo de cambio “Big Mac”³, utiliza desde 1986 los precios de los sándwiches de McDonald’s para estimar las condiciones de sobre o sub-valoración de las monedas en casi 60 países del mundo. La idea implícita de la teoría de la “Paridad del Poder de Compra” es que en el mediano plazo, las canastas de bienes en el mundo deberían tener valores similares y los tipos de cambio deberían ajustar dichas diferencias. Para calcular los desvíos del tipo de cambio respecto de sus valores de mediano plazo, una de las claves es utilizar una canasta de bienes muy similar entre los diferentes países. The Economist utiliza una canasta que es totalmente homogénea entre los diferentes países como es el sándwich “Big Mac”. De esta forma, y de acuerdo a la teoría de la Paridad del Poder de Compra, cuando los precios internos en dólares de estos sándwiches son mayores que en Estados Unidos, el tipo de cambio se encontraría demasiado bajo y por lo tanto, debería subir en el mediano plazo y viceversa.

² Para más detalles ver: https://en.wikipedia.org/wiki/Purchasing_power_parity

³ “The Big Mac Index”, <http://www.economist.com/content/big-mac-index>



Uno de los problemas generales que tiene la aplicación de esta teoría⁴ es que la misma no tiene en cuenta las mejoras por productividad en los distintos países. La mayor productividad en los países más ricos, les permite pagar mejores salarios a sus empleados y mantener su competitividad aún con precios más elevados. Como consecuencia de esto, los precios al consumidor en la mayoría de estos países son sistemáticamente más altos que en los países más pobres. Esta relación también es válida para los precios del “Big Mac” y como puede observarse claramente en el siguiente gráfico, más allá del tipo de cambio, los países con mayor PBI per cápita (mayor productividad) en general resultan más caros que los países con menor producción per cápita.



Ajustando los precios por la productividad de cada economía, puede observarse que en nuestro país, el precio del “Big Mac” resulta más caro que el promedio de la muestra para el rango de países con PBI per cápita similar que Argentina. Este resultado indica que el tipo de cambio se encuentra demasiado bajo respecto de su valor de mediano plazo.

Un segundo problema de este indicador, pero que es exclusivo de nuestro país, está dado por una antigua regulación que estableció el gobierno anterior por la cual le fijaba a McDonald's el precio del “Big Mac” en Argentina⁵. Esta regulación claramente distorsionó el indicador relevado por The Economist para el caso de nuestro país. Por este motivo, diversos analistas comenzaron a utilizar sólo para Argentina otro sándwich de la cadena internacional que tenía prácticamente el mismo precio del “Big Mac” en la mayoría de los países relevados por The Economist como es el sándwich “Cuarto de Libra con Queso”.

Con la llegada del nuevo gobierno, la regulación del precio del “Big Mac” fue removida. No obstante, por razones probablemente de índole comercial, la cadena internacional de comidas rápidas en Argentina si bien comenzó a ajustar el precio del “Big Mac”, el mismo aún no habría concluido totalmente dado que, a diferencia del resto de los países, en Argentina el precio de este sándwich aún continúa muy por debajo del “Cuarto de Libra con Queso”.

⁴ Ver efecto Balassa - Samuelson https://es.wikipedia.org/wiki/Efecto_Balassa-Samuelson

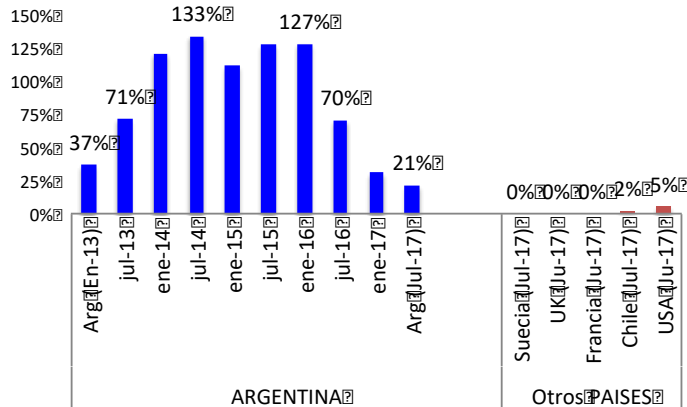
⁵ “Los pedidos de Moreno ya tienen impacto sobre el Big Mac”, <http://www.lanacion.com.ar/1367486-los-pedidos-de-moreno-ya-tienen-impacto-en-el-big-mac>

“The Big Mac Index”, https://en.wikipedia.org/wiki/Big_Mac_Index



Precios de los Sandwiches en McDonald's: Cuarto de Libra con Queso vs. Big Mac

Fuente: IERAL en base a The Economist y McDonald's



Por estos motivos, al realizar las cuentas para calcular el valor del tipo de cambio de mediano plazo mediante la teoría de la Paridad Poder de Compra utilizando los precios de los sándwiches de McDonald's, además de tener que ajustarlos por el PBI per cápita, en el caso de nuestro país, también debería tenerse en cuenta tanto el precio del "Big Mac" como del "Cuarto de Libra con Queso".

De esta forma, teniendo en cuenta los ajustes por productividad, el valor del tipo de cambio de mediano plazo en Argentina según la teoría de la Paridad Poder de Compra que utiliza los precios del McDonald's debería estar a 20 \$/u\$s en el caso del "Big Mac" y cercano a 25 \$/u\$s en el caso del "Cuarto de Libra con Queso".

Claramente los valores del tipo de cambio actuales resultan muy inferiores tanto a los promedios históricos (entre 1990 y 2017, el promedio es de \$/u\$s 20) como a las estimaciones analizadas anteriormente. La diferencia entre los valores del dólar de mediano plazo con los actuales de corto plazo no significa que dicha brecha vaya a cerrarse rápidamente en el corto plazo. Entre los principales motivos para que esto no suceda se encuentran los altos valores de las tasas de interés en pesos que fija el Banco Central para reducir el proceso inflacionario y el financiamiento externo del déficit fiscal. Estas políticas, al favorecer la entrada de dólares en el corto plazo, reducen el valor de la divisa respecto de su precio de mediano plazo. No obstante, es preciso también destacar que, como dichas políticas no resultan sostenibles en el tiempo (generan déficit en la cuenta corriente y por lo tanto niveles crecientes de endeudamiento con el resto del mundo), el bajo valor del tipo de cambio tampoco debería resultar sostenible.

De esta forma, teniendo en cuenta tanto la dinámica económica del mundo como de las propias variables macroeconómicas y políticas en Argentina es totalmente explicable la dinámica que ha tenido el dólar en los últimos tiempos.

Con respecto a la evolución futura del dólar, obviamente va a depender de la dinámica de las variables mencionadas anteriormente pero, en la medida que la economía de nuestro país continúe con tasas de inflación superiores al 1% mensual, es muy difícil que un precio como el dólar se estabilice totalmente. No obstante, dado el poder de fuego con el que cuenta actualmente el Banco Central, hacen dable descartar cualquier otro tipo de corrección brusca en el corto plazo sin la previa venia por parte de las autoridades de la Entidad Monetaria.