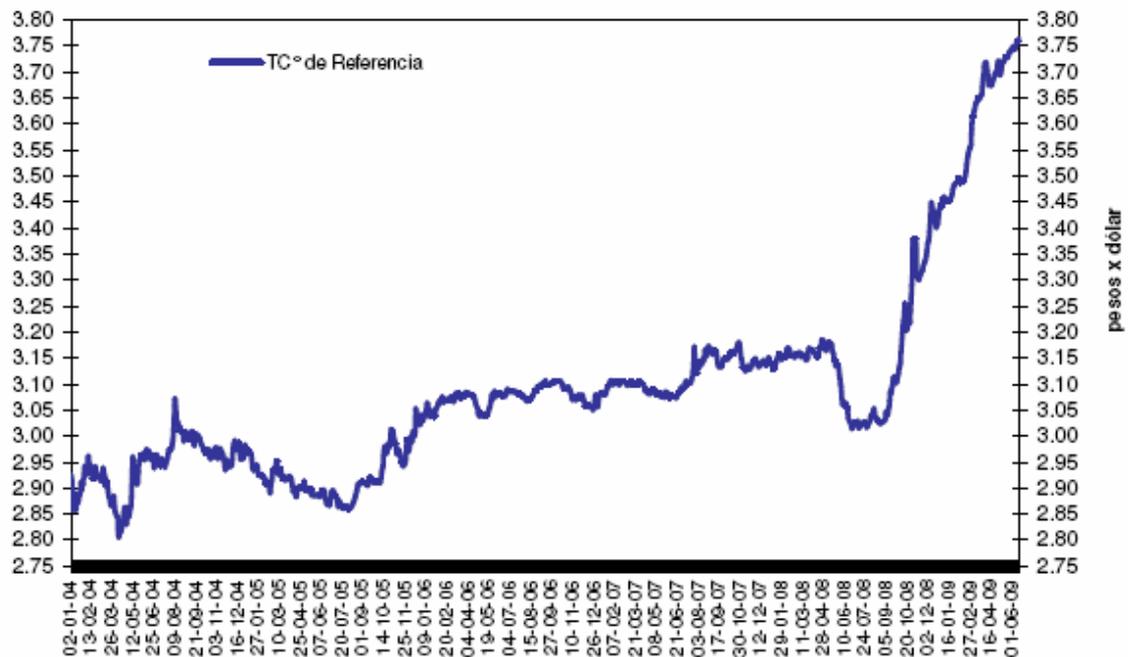


## La apreciación del tipo de cambio real desde 2007

Roberto Frenkel  
Julio de 2009

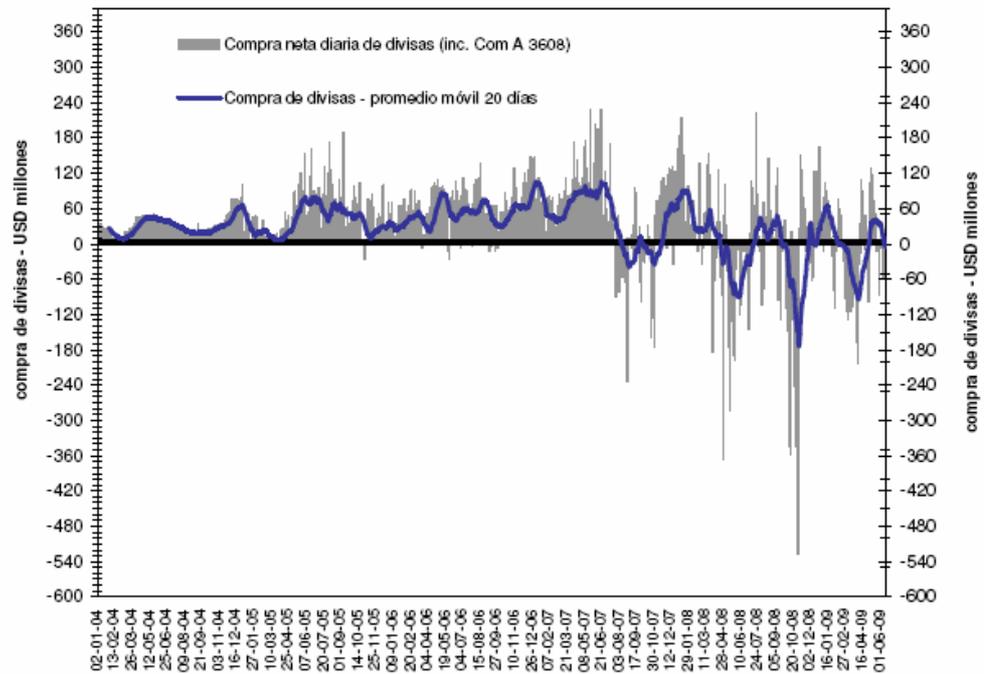
Desde comienzos de 2007 la orientación de la política macroeconómica abandonó en la práctica el principal pilar del esquema sostenido desde 2003: la preservación del tipo de cambio real competitivo y estable. La aceleración de la inflación y su desconocimiento por parte de las estadísticas oficiales fueron probablemente factores importantes de ese cambio, pero no los únicos, como se verá enseguida.

**Gráfico 1**  
Tipo de cambio nominal (pesos/us\$)



Fuente: BCRA Informe Semanal de Cambios

**Gráfico 2**  
Intervenciones del Banco Central en el mercado de cambios



Fuente: BCRA Informe Semanal de Cambios

**Cuadro 1**

Trayectoria del tipo de cambio nominal (pesos/us\$) e intervenciones del Banco Central en el mercado de cambios según períodos

| Periodo                  | Tendencia                   | Número de días de mercado | Promedio | Compras netas del BCRA (en dólares) |
|--------------------------|-----------------------------|---------------------------|----------|-------------------------------------|
| 1/04/2003-30/07/2004     | Estable                     | 332                       | 2.89     | 8988                                |
| 30/07/2004 - 06/08/2004  | Creciente (173% por año)    | 6                         |          | 128                                 |
| 06/08/2004-01/08/2005    | Decreciente (-5.3% por año) | 250                       |          | 8852                                |
| 01/08/2005-04/04/2006    | Creciente (11.8% por año)   | 173                       |          | 6990                                |
| 04/04/2006 - 15/06/2007  | Estable                     | 298                       | 3.08     | 19710                               |
| 15/06/2007-25/07/2007    | Creciente (17.2% por año)   | 27                        |          | 1579                                |
| 25/07/2007 - 08/05/2008  | Estable                     | 195                       | 3.15     | 2969                                |
| 08/05/2008 - 25/06/2008  | Decreciente (46.4% al año)  | 34                        |          | -2106                               |
| 25/06/2008- - 25/08/2008 | Estable                     | 42                        | 3.03     | 1020                                |
| 25/08/2008 - 19/06/2009  | Creciente (27.8% al año)    | 203                       |          | -2796                               |

Fuente: elaboración propia con datos del BCRA



El Gráfico 1 muestra la trayectoria del precio de cierre diario del dólar en el mercado de cambios. El Gráfico 2 exhibe las compras netas diarias del Banco Central en el mercado y el promedio móvil de dichas compras en un período de veinte días (días de mercado, aproximadamente equivalentes a un mes calendario).

El Cuadro 1 resume información sobre la trayectoria del precio del dólar y las intervenciones del Banco Central en el mercado en subperíodos que han sido definidos según el signo de la tendencia del tipo de cambio nominal (creciente, decreciente o estable). En el primer subperíodo, entre principios de 2003 y julio 2004, el tipo de cambio nominal oscila alrededor de una tendencia estable en torno a un promedio de 2.89 pesos/us\$. A principios de agosto de 2004, luego de que el precio del dólar experimentara en pocos días un aumento que llegó a 3.07 pesos (segundo subperíodo), el Banco Central estabiliza el precio del dólar en 3 pesos y de allí en adelante (tercer subperíodo) el tipo de cambio sigue una tendencia suavemente decreciente hasta agosto de 2005, seguida de una tendencia suavemente creciente (cuarto subperíodo) hasta principios de abril de 2006. A partir de ese momento y hasta mediados de junio de 2007 el tipo de cambio oscila alrededor de una tendencia estable en torno a un promedio de 3.08 pesos/us\$ (quinto subperíodo). Entre el primer subperíodo de tendencia estable (promedio de 2.89 pesos/us\$) y el último mencionado, el tipo de cambio nominal se incrementó 6.6%. A lo largo de estos años prácticamente todas las intervenciones diarias del Banco Central en el mercado fueron compradoras, como puede verse en el Gráfico 2.

La salida de capitales que se intensificó fuertemente en el tercer trimestre de 2007 estableció una presión compradora adicional en el mercado de cambios. En este contexto, desde mediados de junio de 2007, el Banco Central indujo una tendencia creciente del tipo de cambio reduciendo progresivamente sus intervenciones compradoras (sexto subperíodo). El 25 de julio de 2007 el Banco Central hizo una intervención vendedora por primera vez en mucho tiempo para frenar el incremento del precio del dólar en 3.17 pesos (Gráfico 4). Entre ese momento y comienzos de mayo de 2008 el Banco Central mantuvo el tipo de cambio oscilando sobre una tendencia estable en torno de un promedio de 3.15 pesos/dólar (séptimo subperíodo). En este subperíodo las intervenciones vendedoras para estabilizar el tipo de cambio, intercaladas con intervenciones compradoras, se extendieron hasta fin de octubre de 2007 (Gráfico 2). Luego, entre noviembre de 2007 y fines de marzo de 2008 las intervenciones del Banco Central son compradoras prácticamente todos los días (Gráfico 2). La preservación de la tendencia del tipo de cambio alrededor de 3.15 pesos/us\$ requiere nuevamente de las intervenciones vendedoras del Banco Central durante abril de 2008. También en este caso la presión compradora está asociada con la intensificación de la fuga de capitales (que tiene un máximo en el segundo trimestre de 2008) y circunstancialmente con el conflicto entre el gobierno y el sector agropecuario. Sin embargo, como puede verse en el Cuadro 1, en el lapso que va de mediados de junio de 2007 a la primera semana de 2008, pese a las importantes intervenciones vendedoras mencionadas, el resultado neto de las intervenciones del Banco Central es un significativo volumen de compras (4548 millones de dólares).

La política del Banco Central cambia definitivamente de orientación en la segunda semana de mayo de 2008. Luego de varias jornadas de intervención compradora



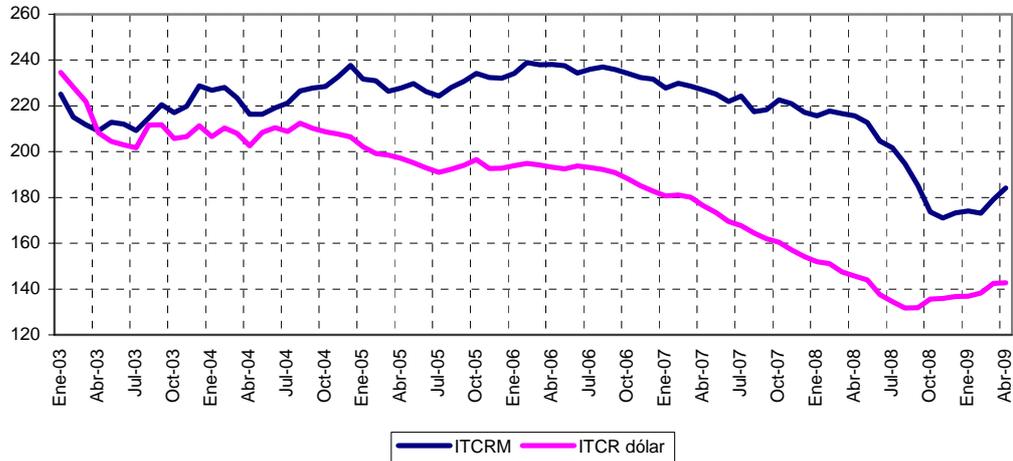
en los primeros días de mayo, la institución inicia una sucesión de importantes intervenciones vendedoras para inducir una fuerte tendencia decreciente del tipo de cambio (octavo subperíodo, ver Cuadro 1). El subperíodo de tendencia decreciente y la sucesión de intervenciones vendedoras se extiende hasta fin de junio de 2008. En este subperíodo de tendencia decreciente fuerte las intervenciones resultan en una venta neta de 2106 millones de dólares. En los dos meses siguientes, hasta fin de agosto de 2008, el Banco Central mantiene el tipo de cambio sobre una tendencia estable alrededor de un promedio de 3.03 pesos/us\$ (noveno subperíodo). En este subperíodo la institución intercala intervenciones compradoras y vendedoras que resultan en una compra neta de 1020 millones de dólares.

Desde principios de setiembre de 2008 el Banco Central establece una tendencia creciente del tipo de cambio (décimo subperíodo). Extendiendo el subperíodo hasta el 19 de junio de 2009 para el cálculo, la tendencia del tipo de cambio nominal en este lapso es de 27.8% anual. En las primeras jornadas de setiembre de 2008 el establecimiento de la tendencia creciente requirió de intervenciones compradoras del Banco Central, pero la presión compradora en el mercado se intensificó desde mediados de setiembre y mucho más en octubre de 2008. Para controlar la tendencia del tipo de cambio en este contexto el Banco Central realizó importantes intervenciones vendedoras en octubre de 2008 y en el primer trimestre de 2009, intercaladas con intervenciones compradoras. Con los datos hasta el 19 de junio de 2009, el resultado neto de esas intervenciones es una venta de 2796 millones de dólares.

El análisis expuesto de la política de intervenciones y manejo del tipo de cambio nominal del Banco Central provee el marco para examinar a continuación la evolución del tipo de cambio real que resultó de dicha política. La evolución de dos indicadores del tipo de cambio real puede verse en el Gráfico 3. Este presenta el tipo cambio real multilateral (ITCRM), con las ponderaciones de las monedas que integran la canasta calculadas por el Banco Central, y el tipo de cambio bilateral con Estados Unidos (ITCR dólar). Hasta diciembre de 2006 el deflactor representativo de los precios domésticos de ambas series es el IPC calculado por el INDEC. De enero de 2007 en adelante el deflactor de ambas series es el estimador del IPC elaborado por el centro Buenos Aires City, de la Facultad de Ciencias Económicas de la UBA.

### Gráfico 3

**Evolución de índices de tipo de cambio real**  
(dic 2001=100)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA y del centro Buenos Aires City, de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos Aires.

Como puede verse en el Gráfico 3, entre comienzos de 2003 y diciembre de 2006 el ITCRM oscila alrededor de una tendencia estable, mientras que el ITCR dólar experimenta una apreciación considerable, particularmente durante 2005 y 2006. Dado que entre 2003 y 2006 la tendencia del tipo de cambio nominal resultante de la política cambiaria es de 1.6% al año y que la tasa de inflación local superó la de los socios comerciales de Argentina, la estabilidad del ITCRM resultó de la apreciación de la canasta de monedas de los socios comerciales. El Banco Central nunca hizo explícito el objetivo de preservación de una tendencia estable del ITCRM, pero la política de flotación administrada, que determinó una tendencia casi estable del tipo de cambio nominal resultó, gracias a la apreciación experimentada por los socios comerciales, en una tendencia estable del tipo de cambio real multilateral. Por otro lado, esa política cambiaria implicó la tendencia a la apreciación del tipo de cambio bilateral con Estados Unidos.

Desde enero de 2007, en coincidencia con el inicio de la subestimación de las tasas de inflación por el INDEC, hasta abril de 2008, el ITCRM muestra una tendencia continua a la apreciación. Por otro lado, la serie de tipo de cambio real multilateral publicada por el Banco Central (que utiliza como deflactor las estimaciones del IPC publicadas por el INDEC) no sólo no refleja una apreciación en ese período sino que muestra una tendencia creciente.

El contraste entre ambas series hace difícil interpretar la orientación de la política cambiaria del Banco Central entre enero de 2007 y abril de 2008. En el período 2003 – 2006 la estabilidad del tipo de cambio real multilateral coincidió con una tendencia casi estable del tipo de cambio nominal. Consecuentemente, los datos de este período no permiten distinguir si el Banco Central daba prioridad a la estabilidad de la tendencia del tipo de cambio nominal o a la estabilidad de la tendencia del tipo de cambio real. Tomando esto en cuenta, la orientación del Banco Central entre enero de 2007 y abril de 2008 admite distintas interpretaciones.



Una hipótesis es que en el período 2003 – 2006 el Banco Central no tuvo como objetivo prioritario de la política cambiaria la preservación de la estabilidad del tipo de cambio real multilateral o, si lo tuvo, lo abandonó en 2007 para dar prioridad a la estabilización del tipo de cambio nominal. En cualquier caso, los objetivos de estabilidad nominal y real eran coincidentes hasta comienzos de 2007. En cambio, desde principios de 2007, con la aceleración de la inflación, el objetivo de estabilidad del tipo de cambio real multilateral entró en conflicto con la estabilidad del tipo de cambio nominal y la hipótesis es que el Banco Central habría dado prioridad al segundo objetivo.

Otra hipótesis es que el Banco Central mantuvo formalmente el objetivo de preservar la estabilidad del tipo de cambio real multilateral, pero utilizó los datos de inflación publicados por el INDEC para guiar los ajustes inducidos en el tipo de cambio nominal por la política de flotación administrada. Claro está que el Banco Central no puede ignorar que el INDEC subestima la inflación efectiva y que, consecuentemente, la política cambiaria estaba guiando efectivamente una tendencia a la apreciación del tipo de cambio real multilateral. La tendencia a la apreciación resultó más acentuada en el ITCR dólar, porque la canasta de monedas del tipo de cambio multilateral continuó apreciándose en este período. Por sus resultados, esta hipótesis es semejante a la primera.

Las hipótesis precedentes quizá atribuyen a la conducción de la política cambiaria de ese período una orientación más sistemática que la que en realidad tuvo. Una tercera hipótesis plausible es que la manipulación de las estadísticas de precios del INDEC haya acentuado el desgajamiento de las políticas macroeconómicas. Desde comienzo de 2007 la conducción de las políticas cambiaria y monetaria fue impactada por la subestimación oficial de la inflación y las rápidas consecuencias que eso tuvo en los mercados financieros. A esas perturbaciones se sumaron en julio de 2007 el comienzo de la crisis financiera internacional, la fuga de capitales y la presión compradora en el mercado de cambios. Puede conjeturarse que en ese contexto el Banco Central dejó de lado consideraciones de largo plazo de la política cambiaria para concentrarse en la estabilización del mercado de cambios en torno a un tipo de cambio nominal estable.

Más allá de las interpretaciones, el hecho es que el ITCRM se apreció 7% entre diciembre de 2006 y abril de 2008.

Después, desde la segunda semana de mayo de 2008, tal como se explica arriba en la descripción de la evolución del tipo de cambio nominal, hay una evidente nueva orientación de la política cambiaria. El Banco Central vendió en el mercado 2106 millones de dólares de las reservas en poco más de un mes para reducir el precio del dólar de 3.15 a 3 pesos. En pleno conflicto entre el gobierno y el sector agropecuario no parece haber otra explicación de esta conducta que la intención del gobierno de punir o aleccionar al sector que lo enfrentaba en ese momento. En este período de caída y estabilización del tipo de cambio nominal, las tasas mensuales de inflación estaban en los máximos experimentados desde 2003. Entre mayo y agosto las tasas interanuales de los precios al consumidor se encontraban en el orden de 25%. La caída y posterior estabilización del tipo de cambio nominal entre mayo y agosto se tradujo en una fuerte apreciación del ITCRM. De esta manera, por la apreciación gradual experimentada entre enero de 2007 y abril de 2008 y por el cambio de orientación de la política cambiaria entre mayo y agosto de 2008, el país arribó al momento de contagio financiero de la crisis internacional sobre los países en desarrollo con un tipo de cambio real



multilateral 15% inferior al de diciembre de 2006 y al que se había preservado o más o menos estable entre 2004 y 2006.

Una reacción de muchos países en desarrollo frente a los impactos de la crisis que se iniciaron en setiembre de 2008 fue la devaluación de sus monedas. De esta manera, la canasta de monedas que integra el tipo de cambio multilateral argentino se depreció significativamente en setiembre y octubre de 2008. Por otro lado, en octubre de 2008 el mercado cambiario argentino estuvo sometido a una demanda intensificada por una fuerte salida de capitales. Las autoridades decidieron no permitir un rápido aumento del precio del dólar frente a la presión de la demanda, lo que también implicó la decisión de no acompañar las devaluaciones de los socios comerciales para preservar la competitividad del tipo de cambio real. Aunque el ritmo de la devaluación nominal se aceleró desde principios de octubre, el ITCRM de noviembre de 2008 resultó el más bajo desde 2003, 25% inferior que el de diciembre de 2006.

Aunque el Banco Central aceleró posteriormente el ritmo de aumento del tipo de cambio nominal, como se explica arriba, el nivel del ITCRM de mayo de 2009 aún estaba apreciado 16% con relación al tipo real multilateral de diciembre de 2006. El régimen cambiario del país no fue modificado. La existencia de un monto importante de reservas continúa garantizando la capacidad del Banco Central para determinar el nivel y la tendencia del tipo de cambio real mediante la política de flotación administrada. De hecho, hasta el momento del anuncio de la decisión gubernamental de adelantar la fecha de las elecciones, el Banco Central venía impulsando una considerable tendencia al aumento del tipo de cambio nominal. Pero a ese ritmo de aumento debe restarse el deterioro de la competitividad causado por la inflación. Aunque el ritmo de inflación cayó en 2009 con respecto a las tasas muy altas de mediados de 2008, la economía continuaba experimentando en 2009 altas tasas de inflación (en abril de 2009, la tasa interanual del IPC se encontraba en el orden del 19%).

Aunque el régimen cambiario no se modificó formalmente, la orientación de la política cambiaria sí se modificó en 2007 y los cambios se acentuaron en 2008 y 2009. Las autoridades parecen haberse autoimpuesto una limitación en el uso del instrumento, en el momento económico menos indicado para restringir su utilización. Efectivamente, una de las ventajas relativas que ostenta la región latinoamericana es la flexibilidad de los tipos de cambio y de las políticas cambiarias. Esta flexibilidad, conjugada con la disponibilidad de importantes reservas, permite un uso pleno y controlado del tipo de cambio para ajustar las economías a las nuevas condiciones generadas por la crisis internacional. No hay razón para que no sea así en Argentina.