

Elementos para el análisis del tipo de cambio real

Ec. Verónica Durán Fernández

Ec. Mayid Sáder

- El tipo de cambio real (TCR), como indicador de la competitividad, considera la evolución de los precios internos medidos en dólares respecto a los precios de nuestros principales socios comerciales, también medidos en dólares.
- A diferencia del tipo de cambio nominal, el TCR no es una variable que pueda controlar la autoridad monetaria, sino que resulta de la interacción de los agentes en varios mercados. En tanto la política monetaria seguida por el gobierno tiene como prioridad el control de la inflación, el margen de acción del BCU para incidir sobre el tipo de cambio nominal se encuentra limitado.
- La teoría económica no es concluyente en cuanto a la existencia de una relación causal entre el TCR y el nivel de actividad económica. La relación entre el nivel de TCR y el desempeño exportador no es directa ni inmediata, dado que existen otros factores –no menos importantes– de competitividad.
- La competitividad, medida por el TCR, se recuperó considerablemente desde mediados de 2002, alcanzando a principios de 2004 niveles similares a los de 1992-1993. A partir de marzo de 2004 comenzó a disminuir.
- El TCR promedio de 2004 fue superior al promedio de los últimos 28 años, de modo que no es posible afirmar que el país haya enfrentado un problema en torno a la competitividad en 2004.
- Se estima que en 2005 la moneda nacional continuará apreciándose, mientras que los precios internos se mantendrían dentro del rango objetivo, por lo que habría una apreciable inflación en dólares. Debido a que nuestros socios comerciales (excepto Estados Unidos) también tendrían inflación en dólares, el TCR disminuirá menos, ubicándose cerca del promedio histórico.
- Las acciones posibles de la política económica para evitar la caída en el TCR son limitadas, ya que en un contexto de crecimiento económico una mayor intervención en el mercado cambiario determinaría un aumento de la inflación, con resultados inciertos sobre el TCR.
- Los márgenes brutos estimados para algunos rubros evidencian diferentes comportamientos. Las rentabilidades brutas de la ganadería y la lechería

han mostrado una notoria mejoría mientras que las de la agricultura disminuyeron en el período seleccionado.

El presente documento está subdividido en cinco secciones. En la primera se definen el tipo de cambio nominal y el tipo de cambio real y se discuten algunos aspectos conceptuales. La segunda sección describe la evolución reciente del tipo de cambio real y plantea el debate acerca de la actual pérdida de competitividad. En la tercera sección se exponen los principales determinantes de la evolución del tipo de cambio real en 2005, mientras que en la cuarta se analizan las posibilidades de afectar esa evolución prevista. Por último, en la quinta sección se exponen los principales efectos de las variaciones en los precios relativos (precios de los productos y de los insumos) en los márgenes brutos de algunas producciones agropecuarias.

1. ASPECTOS CONCEPTUALES

El nivel y la variabilidad del tipo de cambio nominal (el precio de una unidad de moneda extranjera expresado en términos de la moneda nacional) están determinados por diversos factores. Entre ellos, el saldo del comercio exterior de bienes y servicios, los movimientos de capitales y la política monetaria y cambiaria llevada adelante por el Banco Central son los más relevantes. En un régimen sin control de cambios, como el que rige actualmente en Uruguay, el tipo de cambio refleja la escasez relativa de dicha divisa en el mercado cambiario.

Desde el punto de vista del impacto en la competitividad externa de la economía y en la rentabilidad relativa del sector exportador, el precio relevante no es el tipo de cambio nominal sino el TCR, el que sintetiza la evolución del tipo de cambio nominal, de los precios internos y de los precios de los principales socios comerciales. El TCR depende, entre otras variables, de los flujos de capital, de las expectativas de inflación y de devaluación futuras y del nivel de la demanda interna privada y pública.

El TCR se define como el cociente entre los precios de los bienes transables (importables y/o exportables) expresados en moneda nacional y los precios de los productos no transables (fundamentalmente servicios): PT/PNT . Los precios en moneda nacional de los bienes transables dependen de la oferta y demanda mundiales del producto en cuestión y del tipo de cambio nominal, mientras que los precios de los productos no transables se determinan por la oferta y demanda doméstica. En consecuencia, a diferencia del tipo de cambio nominal, no es posible fijar el nivel de tipo de cambio real ya que no es una variable bajo el control de la autoridad monetaria, sino que resulta de la interacción de los agentes en varios mercados.

El tipo de cambio real de equilibrio (TCRE) se define como: *“el precio relativo entre bienes transables y no transables que, para unos valores de equilibrio de otras*

variables relevantes (impuestos, precio internacionales y tecnología), produzca equilibrio externo e interno. El equilibrio interno refiere a que el desempleo se ubique en su tasa natural, y el equilibrio externo refiere a que los saldos en cuenta corriente (actuales y futuros) sean congruentes con los flujos de capital sostenibles en el largo plazo”.

De modo que el TCRE es aquel que permite que, en el largo plazo, el ingreso neto de capitales permita el balance de la cuenta corriente (equilibrio externo) y que el mercado de “no transables” esté en equilibrio sostenible. Se trata de un concepto muy abstracto y sumamente difícil de estimar. Por su parte, en el corto plazo puede existir lo que la literatura denomina “brecha” o “desalineamiento” del tipo de cambio real: la diferencia entre el tipo de cambio real observado y el de equilibrio.

Los términos de “adelanto” o “atraso cambiario” refieren al signo de la discrepancia entre el TCR y el TCRE. Se dice que existe “atraso cambiario” si el TCR es inferior al TCRE, mientras que el “adelanto cambiario” refiere a la situación en que el TCR es superior al TCRE.

Por otra parte, muchas veces se utilizan indicadores de TCR para medir la evolución de la competitividad de corto plazo de la economía, especialmente en lo que refiere a la evolución de los precios o del tipo de cambio, aunque el concepto de competitividad es mucho más amplio¹. Estas estimaciones de TCR como indicadores de la competitividad se realizan comparando la evolución de los precios internos (particularmente los minoristas, que representarían los costos de producción) y la de los precios de los principales socios comerciales, expresados en la misma moneda (por lo común el dólar). Usualmente se interpreta que la evolución de los precios de los productos no transables representa la evolución de los “costos” de producción (fundamentalmente los salarios), de modo que un incremento de estos costos en dólares representa una pérdida de rentabilidad y de competitividad de las empresas frente a sus competidores de otros países. El encarecimiento en dólares de los bienes no transables, en particular la canasta de consumo o los salarios, puede representar una pérdida de competitividad para algunos sectores productores de bienes transables o una disminución de su rentabilidad (si los precios internacionales no aumentan), pero no constituye necesariamente “atraso” cambiario, tal como se lo ha definido, mientras que una “mejora de la competitividad” así medida implicaría una disminución de los salarios en dólares.

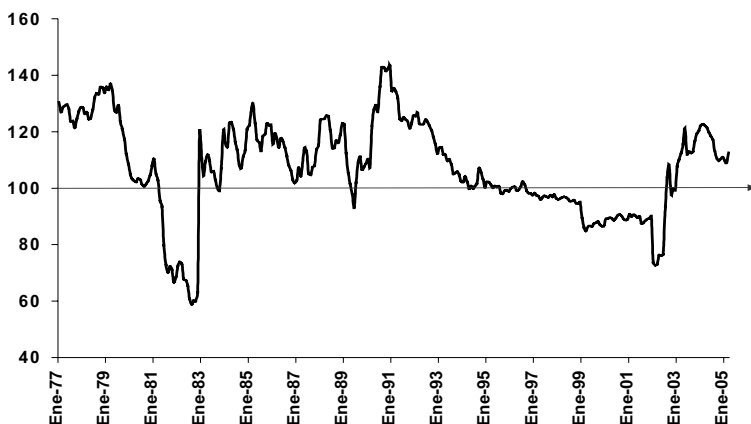
¹ *El concepto de competitividad tiene, fundamentalmente, una dimensión microeconómica. Una empresa o cadena productiva logrará mantener o aumentar su participación en los mercados (es decir, aumentará su competitividad) si logra una permanente mejora de la eficiencia con que realiza los procesos productivos (es decir, si aumenta su productividad), si innova en los productos y procesos, aumentando la calidad de los productos que ofrece y diversificando su oferta, etc., para lo que es imprescindible que realice inversiones físicas y en capital humano, así como que logre avances tecnológicos.*

Por otra parte, debe notarse que la evolución del TCR no tiene necesariamente un impacto directo o inmediato sobre la evolución de las exportaciones, por lo que— aunque es un factor relevante— no es el determinante único del desempeño exportador. Frecuentemente, otros elementos como la apertura de mercados, los acuerdos comerciales, la existencia o no de trabas sanitarias al comercio, el crecimiento de la demanda interna de los principales socios comerciales, y otras dimensiones de la competitividad diferentes a los precios operan muy significativamente sobre la evolución de las ventas al exterior.

2. EVOLUCIÓN RECIENTE DEL TIPO DE CAMBIO REAL

Como es conocido, la competitividad global de la economía uruguaya medida por el TCR se deterioró significativamente entre 1991 y 1995, en el contexto de la aplicación de un plan de estabilización con “ancla cambiaria” (Gráfica 1)². Aunque ese proceso de deterioro se desaceleró apreciablemente durante los años posteriores e incluso se detuvo hacia 1998, la situación externa se volvió sumamente vulnerable. Es así que la devaluación brasileña en 1999 y la de la moneda argentina en 2002 determinaron que, finalmente, el régimen cambiario se volviera insostenible y se liberalizara el tipo de cambio en junio de 2002. La devaluación de la moneda nacional, unido a la reducida inflación que se verificó, determinó un significativo “abaratamiento” de los precios internos medidos en dólares y una recuperación de la competitividad medida por el TCR que alcanzó en los primeros meses de 2004 niveles similares a los de 1992-1993.

Gráfica 1. Tipo de cambio real efectivo (Base 1995=100)



Fuente: OPYPA en base al BCU

² Para mayor detalle, ver Anexo 1 y Anexo 2.

No obstante, recientemente se ha producido un debate respecto al tema de la pérdida de competitividad de nuestro país, debido en parte al franco proceso de apreciación de la moneda que comenzó a verificarse desde los primeros meses de 2004.

Si bien en 2004 la inflación interna se mantuvo bajo control, la evolución del tipo de cambio nominal determinó que existiera una apreciable inflación en dólares³. Aunque el TCR global comenzó a disminuir a partir de marzo de 2004, el nivel medio de competitividad permaneció estable respecto a 2003 y fue superior al promedio de los últimos 28 años, de modo que no es posible afirmar que el país haya enfrentado un problema en torno a la competitividad en 2004. Por ejemplo, en comparación con el nivel de 2000, el TCR promedio de 2004 fue 39% mayor, mientras que fue 7% mayor que el nivel de 1993. Ello se debió a que los principales socios comerciales también se encarecieron en dólares en 2004, lo que compensó el aumento de los precios internos en dólares.

Debe notarse que, efectivamente, la competitividad se deterioró a lo largo de 2004 y dejó de caer (aunque con oscilaciones) en los primeros meses de 2005, aunque siembre en comparación con los elevados niveles de TCR alcanzados inmediatamente después de la devaluación de la moneda en 2002.

3. PERSPECTIVAS DEL TIPO DE CAMBIO REAL EN 2005

La evolución del TCR resulta de las evoluciones del tipo de cambio nominal, de la inflación interna y de la evolución de los precios de los principales socios comerciales de Uruguay.

Un conjunto de factores determinarían en 2005 presiones de apreciación de la moneda nacional⁴; los principales aspectos serían los siguientes:

- ✓ A nivel internacional no habría factores que impulsaran una recuperación del dólar en 2005 frente a las principales monedas (por el contrario, muchos analistas internacionales predicen una mayor depreciación).
- ✓ A nivel regional, existen presiones de apreciación sobre el peso argentino y el real brasileño. No obstante, la política monetaria-cambiaria aplicada ha sido

³ La inflación fue de 7,6% al cabo de 2004 y de 9,2% en promedio. La moneda nacional se apreció 9,2% entre enero y diciembre, mientras que el tipo de cambio promedio fue 1,7% inferior. De modo que al cabo de 2004 se verificó una inflación en dólares de 18,4% y de 7,3% en promedio.

⁴ El Instituto de Economía de la Facultad de Ciencias Económicas y de Administración – UDELAR prevé una apreciación media de la moneda nacional de 11,2% en 2005, mientras que la apreciación a diciembre de 2005 sería de 3,9% respecto a diciembre del año anterior.

diferente: en Brasil se ha priorizado el control de la inflación (con mínimas intervenciones en el mercado cambiario) mientras que en Argentina la inflación todavía se encuentra controlada (aunque ha aumentado en los primeros meses de 2005), lo que permitió al Banco Central realizar compras de divisas con el objetivo de contener la apreciación.

- ✓ En Uruguay, se espera un saldo positivo del comercio de bienes y servicios con el exterior en 2005 (aunque un saldo negativo de la cuenta de intereses)⁵. Por el lado de la cuenta de capital, se espera una entrada de capitales al país (sean inversión en cartera o extranjera directa) tanto registradas como en el rubro “Errores y Omisiones”, lo que determinará un aumento de las reservas.
- ✓ En este último sentido, la mejora de las expectativas respecto al futuro estaría determinando una “vuelta” de capitales que se habían fugado del sistema (a los “colchones” o fuera del país), para aumentar el consumo o la inversión, deshaciendo en parte su posición en moneda extranjera.
- ✓ Habría una suerte de “profecía autocumplida”, dado que si los agentes esperan que el tipo de cambio continúe disminuyendo modificarán sus portafolios (aumentando su posición en moneda nacional) incrementando así la oferta de divisas.
- ✓ Las metas de inflación fijadas determinan una política monetaria que no le permite al Banco Central aumentar desmedidamente la intervención en el mercado cambiario, dado que ello aumentaría la base monetaria más allá de las metas fijadas, lo que aumentaría la inflación.

Con respecto a los precios internos, se espera que la inflación minorista se mantenga dentro de la meta fijada por la política monetaria (5% a 7%). No obstante, ello podría reflejar una recomposición de precios relativos entre los de los bienes transables y los no transables (que aumentarían más pronunciadamente debido a la recuperación de la demanda interna, los márgenes de comercialización, etc.). Ello, conjuntamente con la apreciación de la moneda nacional recién comentada, determinaría una inflación minorista en dólares considerable (casi 20% en promedio).

No obstante, los precios de los productos y los costos de nuestros principales socios comerciales también aumentarían considerados en dólares, excepto los de Estados Unidos, por lo que la competitividad medida por el tipo de cambio real, si bien disminuirá en 2005, no lo hará tan apreciablemente como la mera inflación interna en dólares.

De modo que si las proyecciones anteriores se cumplieran, el nivel medio de TCR sería en 2005 similar al promedio histórico, por lo que no se puede afirmar que la economía vaya a enfrentar un problema serio de competitividad en 2005⁶.

⁵ En base a proyecciones del Instituto de Economía, “Informe de coyuntura - Uruguay 2004-2005”, abril de 2005.

⁶ Existen subsectores que presentan problemas de competitividad asociados al efecto conjunto del aumento en los costos en dólares y baja del precio internacional.

4. ACCIONES POSIBLES SOBRE EL TIPO DE CAMBIO REAL EN 2005

El margen de acción de la política económica sobre el nivel del TCR en 2005 parece sumamente reducido.

Por un lado, un intento de aumentar indefinidamente la intervención en el mercado cambiario con emisión monetaria podría traducirse en una inflación mayor a la fijada como meta, lo que erosionaría la competitividad, con un resultado incierto sobre el TCR. En parte, ese aumento de los precios internos se debería al contexto de recuperación económica y al aumento del consumo interno, en un marco de capacidad instalada casi totalmente utilizada en varios sectores de actividad.

Otra posibilidad sería financiar las compras de divisas con ahorro público (gobierno central, entes autónomos y servicios descentralizados), lo que reduciría el componente del gobierno en la demanda agregada y no generaría presiones de demanda que pudieran aumentar la inflación. No obstante, ello se considera política y socialmente inviable, debido a que implicaría una mayor pérdida salarial por parte de los trabajadores públicos así como una nueva disminución de las inversiones del sector público.

5. EFECTO DE LOS CAMBIOS EN LOS PRECIOS RELATIVOS SOBRE LOS MÁRGENES DE PRODUCCIONES AGROPECUARIAS

Las variaciones en los precios de los productos, de los insumos y en el tipo de cambio, además de afectar la competitividad de los diversos rubros agropecuarios, afectan su rentabilidad. Como aproximación a ella, se estudió la evolución del margen bruto (la diferencia entre el ingreso bruto y el costo de producción más la depreciación del capital físico) en cada actividad entre marzo de 2003 (nueve meses después de la maxi-devaluación) y febrero de 2005. En ese lapso el tipo de cambio medio disminuyó de 29,4 pesos por dólar a 24,9 pesos por dólar. Asimismo, se tomaron en cuenta las variaciones de los precios internacionales de los productos e insumos agropecuarios y de los precios internos que se produjeron en ese lapso⁷.

El aumento de los costos en dólares se vincula fundamentalmente con el encarecimiento del combustible y de los salarios medidos en esa moneda. Por ese motivo, los rubros más intensivos en estos factores habrían experimentado los mayores incrementos de sus costos.

⁷ No se contemplaron variaciones en los rendimientos físicos.

Por su parte, la evolución de los ingresos es más dispar entre rubros, ya que responde a la evolución de los precios internacionales y de la demanda interna de cada sector.

Cuadro 1. Efecto de la recomposición de los precios relativos sobre los márgenes brutos en las principales producciones agropecuarias (índice base 2001=100)

	Ganadería	Lechería	Trigo	Cebada	Maíz	Girasol	Arroz
2001	100	100	100	100	100	100	100
2003	156	125	169	148	184	135	575
2005	422	579	68	80	48	172	206

Fuente: OPYPA en base a DIEA, DICOSE, BCU e INE

ANEXO 1. El tipo de cambio real entre 1991 y 2001

Con el objetivo de disminuir la inflación, Uruguay implementó entre 1991 y mediados de 2002 un plan de estabilización con “ancla cambiaria”, en la modalidad del régimen de tipo de cambio de paridad deslizante preanunciada con banda de fluctuación.

Como es usual, en los primeros años de la aplicación del plan de estabilización, entre 1991 y 1995, se verificó una tasa de inflación, medida por el IPC, mayor que la tasa de devaluación (inflación en dólares). Ello puede atribuirse a varios factores, como la existencia de “inercia inflacionaria” en el comportamiento de los precios de los bienes no transables, que determina que estos precios crezcan más que la devaluación, pues su evolución no depende de la de los precios internacionales expresados en pesos, sino de la oferta y de la demanda internas, de las estructuras de los mercados, de los mecanismos de fijación de los salarios en los respectivos segmentos del mercado de trabajo y del nivel de la tasa de interés, entre otras variables. Adicionalmente, en ese período se verificó un ingreso de capitales del exterior que determinó un aumento de la demanda interna, mientras predominaron mecanismos de fijación salarial en base a la inflación pasada (en un contexto de inflación decreciente). En este período la competitividad global se deterioró significativamente (21,3% en promedio entre 1991 y 1995).

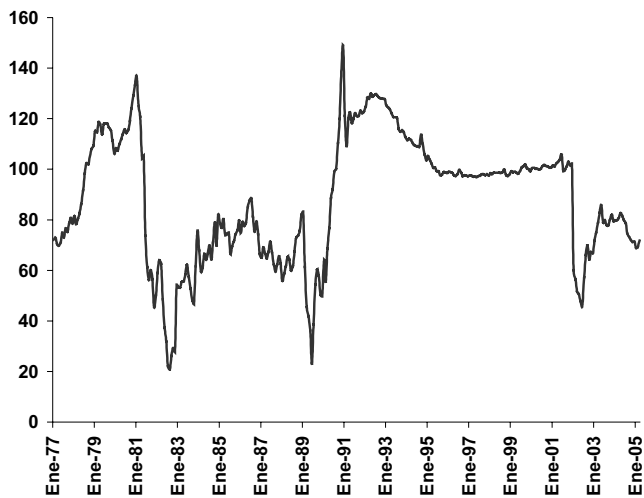
Por el contrario, entre 1995 y 1998 la inflación y la devaluación tendieron a converger. Sin embargo, la economía no resolvió el problema generado durante el lapso 1991-1995: los precios de los bienes no transables permanecieron en un nivel elevado respecto a los de los bienes transables. En otros términos, el país se volvió “caro en dólares”. La “solución” del problema hubiera requerido que durante cierto tiempo los precios de los bienes no transables hubieran crecido en menor medida que los de los bienes transables, de modo de compensar el comportamiento opuesto que se verificó en los primeros años de aplicación del plan de estabilización.

¿Cómo se compatibilizaron el crecimiento económico y de las exportaciones entre 1991 y 1998 con la disminución del TCR sufrido hasta 1995 y con los precios relativos vigentes desde entonces? Los siguientes factores compensaron parcialmente el efecto negativo sobre la competitividad:

- 1) La región, principal socio comercial de bienes y servicios de Uruguay, también se encareció en dólares en ese lapso (primero Argentina, desde 1991 con la aplicación del Plan de Convertibilidad y luego Brasil, desde 1994 con el Plan Real), por lo que mientras que con Brasil la competitividad se mantuvo inalterada entre 1991 y 1995, la pérdida sufrida en el mercado argentino fue menos significativa que con los mercados extraregionales (16,7% y 35,9%, respectivamente).

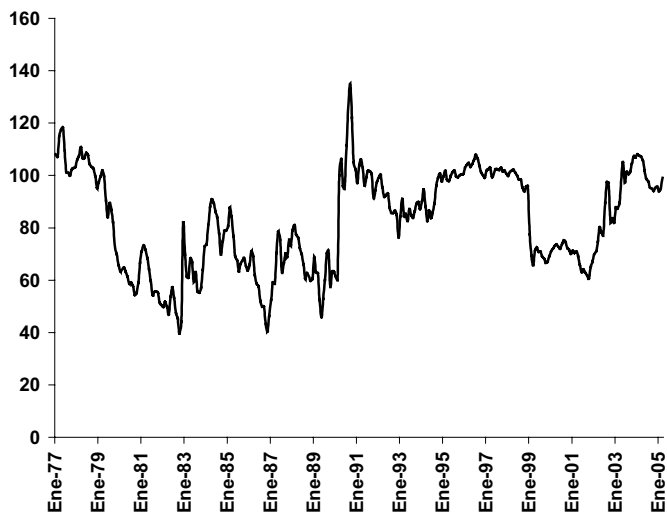
Gráfica 2. Índice de capacidad de competencia regional (Base 1989-1991 = 100)

Argentina



Fuente: OPYPA en base a datos del BCU

Brasil



Fuente: OPYPA en base a datos del BCU

2) Hubo un persistente y significativo aumento de la productividad en los sectores productores de bienes transables (agro e industria), que compensó parcialmente el incremento de los costos en dólares. Asimismo, se redujeron significativamente los precios de algunos servicios intensamente demandados por los productores agropecuarios e industriales (por ejemplo: electricidad de uso industrial, tarifas portuarias, comunicaciones telefónicas de larga distancia, etc.), como resultado de la introducción de cambios en la organización y gestión de las empresas proveedoras o de la introducción de innovaciones tecnológicas, todo lo que también contrarrestó en parte el aumento de los demás costos (fundamentalmente los salariales) considerados en dólares.

3) Se redujo la carga tributaria que recae sobre los sectores productores de bienes transables. La reforma tributaria aplicada en el sector agropecuario redujo la presión tributaria sobre el sector (en 1990 los impuestos pagados equivalían a 14% del PBI sectorial y en 2001 se habían reducido a 8,3% del PBI) y algo similar sucedió en la industria manufacturera, como consecuencia de la reducción de los aportes a la seguridad social y de otras modificaciones tributarias dispuestas en la segunda mitad de los noventa.

4) Por último, la recuperación de los precios internacionales (medidos en dólares) de las materias primas y alimentos de origen agropecuario verificada entre 1994 y 1997 contrarrestó en parte la reducción del poder de compra de los ingresos generados por las exportaciones.

Algunas de estas condiciones cambiaron negativamente hacia fines de la década de los noventa, lo que agudizó la problemática.

La maxidevaluación (sin inflación) en Brasil en los primeros meses de 1999 y, en menor medida, las devaluaciones en 1997-1998 en buena parte de Asia, en Oceanía y en otros países de América Latina profundizaron la pérdida de competitividad de los productos transables uruguayos.

Adicionalmente, los precios internacionales de las materias primas cayeron fuertemente en 1998 y en los primeros meses de 1999, al punto que en marzo se ubicaron en mínimos históricos.

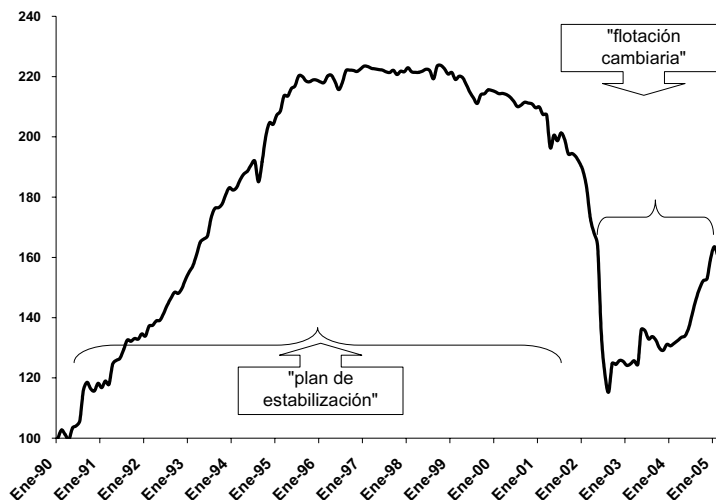
Finalmente, en los primeros meses de 2002 se devaluó el peso argentino mientras que los precios al consumidor crecieron muy moderadamente (se postergaron los aumentos de las tarifas públicas).

ANEXO 2. El tipo de cambio real entre la devaluación de 2002 y 2004

Este período comienza con la devaluación de la moneda nacional en junio de 2002. El tipo de cambio nominal se incrementó alrededor de 90% entre marzo y setiembre de dicho año.

Ello provocó una recomposición de los precios relativos: la tasa de inflación, medida por el IPC, fue significativamente inferior que la tasa de devaluación, por lo que el país se “abarató” considerablemente en dólares. Como es sabido, ello debe atribuirse a que los precios de los bienes no transables que integran la canasta de consumo del IPC no se ajustan con los cambios en el valor del tipo de cambio, de modo que no se incrementaron en la misma medida que los de los bienes transables. Por ese motivo, el *pass-through* (traspaso a precios) de la devaluación al IPC desde junio de 2002 hasta la fecha ha llegado a 75%. Esto indica que la canasta de productos está aún más barata (medida en dólares) que antes de la devaluación (ver Gráfica 3). La competitividad global medida por el tipo de cambio real se recuperó sostenidamente. En el segundo semestre de 2002 la capacidad de competencia global de la economía se incrementó 34,4% respecto al primer semestre de ese año.

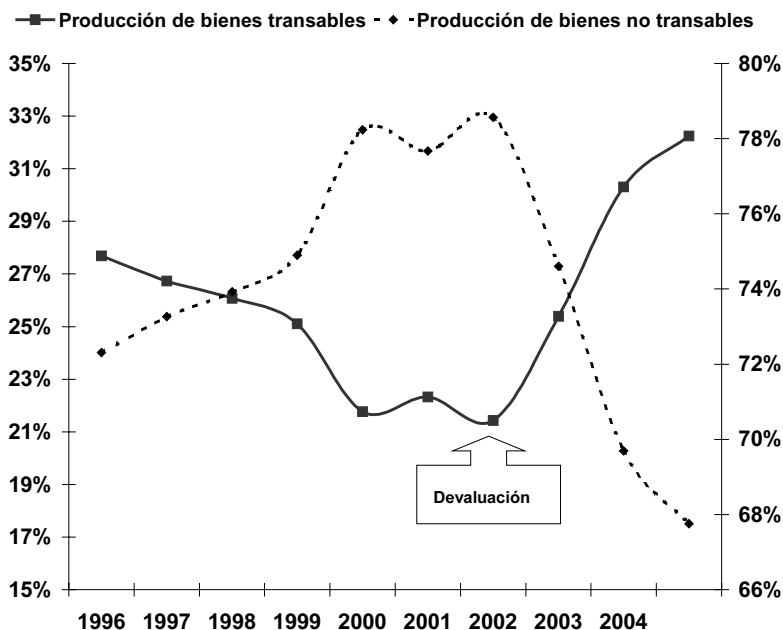
Gráfica 3. Evolución de la inflación en dólares (IPC/TC, Base enero 1990 = 100)



Fuente: OPYPA en base al INE

Este cambio en los precios relativos mejoró la rentabilidad de los sectores productores de bienes transables (agropecuario e industriales) y provocó un desplazamiento de recursos desde la producción de bienes no transables hacia los transables (ver Gráfica 4). Esto se vio reflejado en las altas tasa de crecimiento en la producción de bienes transables.

Gráfica 4. Estructura del PBI según producción de bienes transables y no transables



Fuente: OPYPA en base al BCU

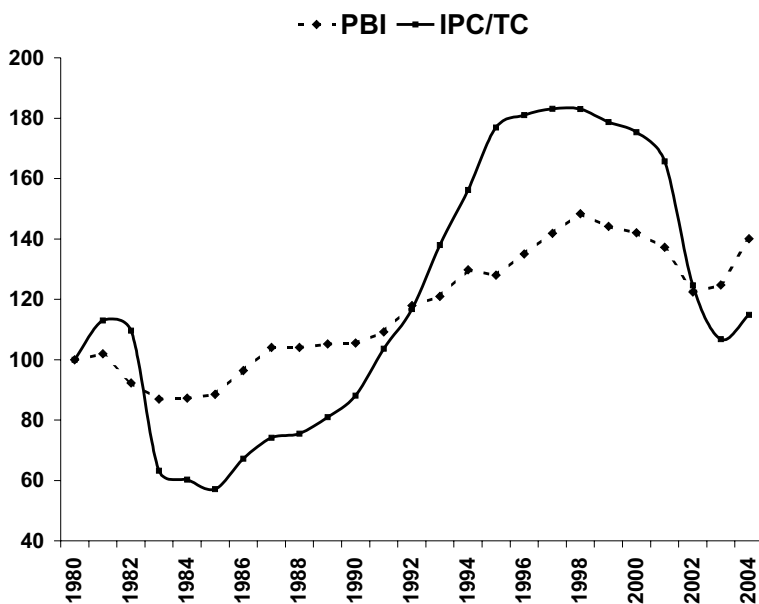
No obstante, entre agosto de 2004 y marzo de 2005 se produjo un sostenido aumento de los precios internos medidos en dólares. Este aumento se dio, básicamente, por dos razones:

- (1) la recuperación de precios de los bienes no transables. Esto se verificó por el crecimiento de la economía, el buen contexto macroeconómico nacional como regional, que a su vez, provocó una mayor demanda agregada, un aumento en la demanda por trabajo, un aumento en los salarios y un aumento en los márgenes de comercialización.
- (2) el descenso del tipo de cambio nominal. Los principales factores explicativos de esta apreciación son: (a) la caída internacional del dólar respecto a las demás monedas (euro, yen, etc.); (b) entrada de flujos de capital a la región en general y en particular a Uruguay; y (c) la política monetaria tendiente a mantener una inflación reducida.

La conjunción de estos efectos produjo una pérdida de competitividad global a partir de los últimos meses de 2004, aunque todavía se encuentra en niveles históricamente elevados (ver Gráfica 1).

ANEXO 3. Evolución histórica de algunas variables de interés

Gráfica 5. PBI e inflación en dólares (IPC/Tipo de cambio nominal)



Fuente: OPYPA en base al BCU y al INE