

## Informe CIEFCE N° 38: El tipo de cambio en la Argentina.

### Salario real y competitividad en la Argentina: ¿Es necesaria una devaluación?

*Cr. Claudio Coronel*

#### **Introducción.**

Los problemas de la Argentina con el tipo de cambio no son nuevos y sus consecuencias tampoco.

La problemática resulta compleja y presenta variadas explicaciones pero, en aras de la brevedad y en virtud de la relevancia que ha tomado la cuestión en el último tiempo, resulta conveniente hacer un ejercicio de análisis que contribuya en el presente, dada la reciente volatilidad cambiaria y los problemas asociados a las brechas frente a cotizaciones marginales, a responder la siguiente pregunta: ¿Es necesaria una devaluación?

Para cumplir con el objetivo planteado, se recurrirá al análisis e interpretación algunos indicadores macroeconómicos de uso común para estudiar este tipo de situaciones.

#### **La demanda y oferta de moneda extranjera: una mirada simplificada.**

Desde una perspectiva microeconómica y suponiendo un sistema financiero cerrado al resto del mundo, una persona puede dividir su riqueza financiera en dinero y activos financieros. El primero no paga ninguna renta, los segundos sí.

Cuando existen contextos inflacionarios, el dinero pierde poder de compra (disminuye la riqueza en términos reales) y los activos financieros, si suponemos constante la tasa nominal de interés, ofrecen un rendimiento menor (incluso negativo)<sup>1</sup>. Ante esta situación, si existe la posibilidad de adquirir activos financieros nominados en moneda extranjera o la propia moneda (no afectados por niveles inflacionarios comparables) —saliendo de un sistema financiero cerrado— es muy probable que su adquisición sea una decisión razonable, si lo que se busca es proteger la riqueza.

En la Argentina sucede algo parecido. La pérdida constante del poder de compra del Peso ha generado un nivel de desconfianza tal, que las personas con capacidad de ahorro evitan mantenerse en esa moneda y demandan moneda extranjera, particularmente dólares.

Ahora bien: Argentina no emite dólares, pero los necesita en virtud de su inserción en el comercio internacional, para adquirir bienes y servicios, ya sea que no produce (o no resulta suficiente) y demanda para consumo interno o para producir otros bienes y servicios localmente, así como para pagar deuda externa, remisiones de utilidades y otros rubros. Con

---

<sup>1</sup> Estos es: la cantidad de bienes y servicios que se podían adquirir al momento invertir el activo financiero resulta menor luego de sumarle los intereses obtenidos.

esta lógica, podemos destacar dos tipos de demanda de dólares a los fines de este trabajo: por motivo especulación<sup>2</sup> y por motivo producción<sup>3</sup>.

Por el lado de la oferta de dólares, es posible remarcar dos canales: divisas liquidadas producto de las exportaciones y el ingreso de capitales (endeudamiento externo, inversiones financieras, inversión extranjera directa etc.)

#### **La devaluación como mecanismo de ajuste: entre lo real y lo financiero<sup>4</sup>.**

Por el lado de la economía real, al tipo de cambio se le suele asignar un papel equilibrador, ya que su aumento (depreciación o devaluación<sup>5</sup>) tiende a reducir las importaciones y a mejorar las exportaciones. La explicación es sencilla: los bienes y servicios producidos internacionalmente se encarecen en moneda local, por lo que, suponiendo constantes otras variables (precios, ingresos, etc.), su demanda disminuye. En el caso de las exportaciones, los costos de producir localmente (que se pagan en moneda local) disminuyen en moneda extranjera, por lo que la actividad se vuelve más rentable y/o mejora la competitividad internacional, ya que se comercializa en moneda extranjera.

De este modo, la devaluación suele ser la primera herramienta de «manual» a la hora de solucionar balanzas comerciales deficitarias (importaciones mayores a las exportaciones).

En el caso de Argentina, los estudios han demostrado que las mejoras en la balanza comercial producto de devaluaciones están más bien relacionadas con caídas en las importaciones que con mejoras en las exportaciones, sumado a esto que suelen ser recesivas e inflacionarias, por lo que el efecto sobre la balanza comercial termina siendo de corta duración, en especial cuando se inicia el ciclo de recuperación económica (Díaz Alejandro, 1963; Diamand, 1972; Heymann, 1980; Braun y Joy, 1981; Vitelli y Brenta, 1995)

Así, dado que el tipo de cambio juega un papel equilibrador de la balanza comercial en términos de modificar precios y costos relativos a nivel internacional, puede ser utilizado como una medida de competitividad internacional si se lo relaciona a lo largo del tiempo con los distintos niveles de precios internos de países que comercien entre sí, por medio de lo que se conoce como tipo de cambio real: un aumento del tipo de cambio real (depreciación) mejoraría la competitividad y una reducción (apreciación), la reduciría.

La historia económica de la Argentina muestra que el incremento del tipo de cambio real tiene como contrapartida una reducción del salario real (Canitrot, 1983; Olivera, 1991; Gerchunoff y Rapetti, 2016; Brun y Llach, 2018) —ya que se paga en pesos—. Es decir, el costo de una mejora en la competitividad cambiaria, implica una desmejora en el bienestar de los trabajadores. Así, entonces, cuando se plantea la necesidad de una devaluación, lo que se está

---

<sup>2</sup> En el buen sentido del término, dado que se le suele dar una connotación negativa y aquí no es el caso.

<sup>3</sup> Abarca toda actividad productiva que requiera de moneda extranjera para su funcionamiento pleno.

<sup>4</sup> Conviene aclarar que se utiliza el término «real» como contraposición a lo financiero y/o nominal.

<sup>5</sup> Si bien en general se habla de devaluación, esta es la terminología correcta bajo tipo de cambio fijo. Se habla de depreciación, en cambio, cuando la suba de tipo de cambio ocurre bajo tipo de cambio flexible.

diciendo indirectamente es que resulta necesario reducir el costo laboral y el poder de compra de los salarios (o bienestar del trabajador).

Por el lado de la economía financiera, la cuestión es diferente. Cuando la demanda de dólares supera a la oferta, existe una tensión que lleva a un alza en la cotización (devaluación).

Lo que se ha observado, en particular, en los últimos años, es un fuerte incremento en la demanda de dólares para atesoramiento (motivo especulación).

Cuando Mauricio Macri asume la presidencia de la Argentina en 2015, el país presentaba déficits comerciales (importaciones mayores a las exportaciones), pero existían mecanismos de control para las importaciones y la demanda de dólares para atesoramiento se encontraba condicionada por controles cambiarios, conocido esto, vulgarmente, como “cepo”. La medida inicial del gobierno por aquel tiempo fue eliminar los controles cambiarios. Para morigerar el estrangulamiento externo, devaluó la moneda e inició un camino de endeudamiento externo para alimentar la oferta de dólares.

Esta travesía concluyó a fines de 2017, ya que a partir del año 2018 se inició un proceso de fuga de capitales muy importante, que derivó en pérdida de reservas por parte del Banco Central, incrementos sustanciales y sucesivos del tipo de cambio y la reincorporación —entre otras medidas— de los controles cambiarios entre mediados y fines del 2019<sup>6</sup>.

Durante este año, la tensión cambiaria recobró vitalidad, pese a que la balanza comercial es positiva (fundamentalmente por un bajo volumen de importaciones), por lo que el gobierno de Alberto Fernández tomó medidas para reducir la demanda de dólares que repercutieron en una mayor volatilidad de las cotizaciones marginales, hecho que redundó en mayores expectativas devaluatorias y, con ello, más demanda especulativa.

Desde un punto de vista financiero, la eliminación de los controles cambiarios reduciría las brechas cambiarias, pero dadas las expectativas de devaluación y las tensiones existentes sobre un mercado de cambios con escasa oferta, produciría una devaluación mayor, sin que se tenga certeza del valor final que equilibraría dicho mercado.

En este contexto, se revirtieron varias de las medidas tomadas en el 2020 y se aplicaron otras, todas tendientes a descomprimir las tensiones generadas en los otros mercados que permiten acceder a dólares (Dólar MEP, Contado con Liquidación, Blue, etc.). Las que, en una primera instancia, parecen haber logrado el objetivo buscado.

Nuevamente: ¿Es necesaria una devaluación?

### **Los efectos reales de la devaluación: un análisis de los datos.**

Desde el punto de vista de la economía real, esto es, el saldo externo, no existe un justificativo que amerite una devaluación de la magnitud que sugiere el mercado financiero; más bien, es un problema de expectativas y sus efectos serían muy negativos.

---

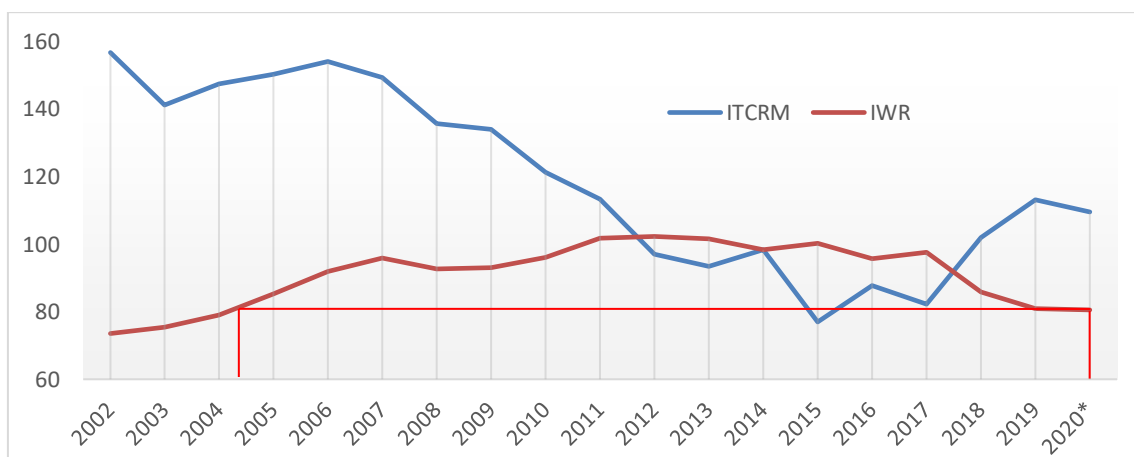
<sup>6</sup> En informes anteriores del Centro Interdisciplinario de Estudios se hallan análisis profundos sobre esta etapa que pueden ser consultados.

En efecto, los cambios introducidos para dotar al sistema de mayor oferta de dólares en el mercado de capitales o de alternativas equivalentes (bonos en moneda extranjera o atados a la devaluación), redujeron las presiones al alza. Esto resulta importante por dos razones: en primer lugar, evidencia que la elevada volatilidad respondía a la falta de oferta y, en segundo lugar, porque supone una señal hacia los agentes, en el sentido de trazar una trayectoria de corto plazo en el comportamiento del tipo de cambio que reduzca las expectativas de devaluación y, con ello, la demanda especulativa.

Lo anterior, claro está, contribuirá a normalizar el mercado de cambios oficial, en la medida que se genere estabilidad macroeconómica, se desacelere considerablemente la inflación, así como las expectativas sobre la misma y se mejore el flujo de oferta de divisas.

Ahora bien, analizada la cuestión financiera (lo que no implica reconocer que el problema esté resuelto), corresponde estudiar la economía real, es decir, lo relacionado con aspectos productivos, para determinar los efectos en términos reales de una devaluación.

**Gráfico N° 1: Tipo de cambio real multilateral —ITCRM— y Salario real —IWR— (Base Promedio 2010-2015=100)**



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC y BCRA

\*Los datos se encuentran calculados a agosto del 2020.

El gráfico anterior muestra la relación inversa entre el poder de compra de los salarios y el tipo de cambio real comentada anteriormente. Si bien, el nivel impacto sobre los salarios reales que tiene una devaluación depende de factores institucionales, queda claro que liberar el tipo de cambio para que encuentre un «equilibrio» financiero, convalidando las expectativas devaluatorias, redundaría en mayor deterioro en el bienestar de los trabajadores sin un «beneficio» macroeconómico claro, dado que la balanza comercial ya muestra valores superavitarios y el carácter regresivo de las devaluaciones en la Argentina., sumado a esto el hecho de que el salario real actual es el más bajo de los últimos 15 años.

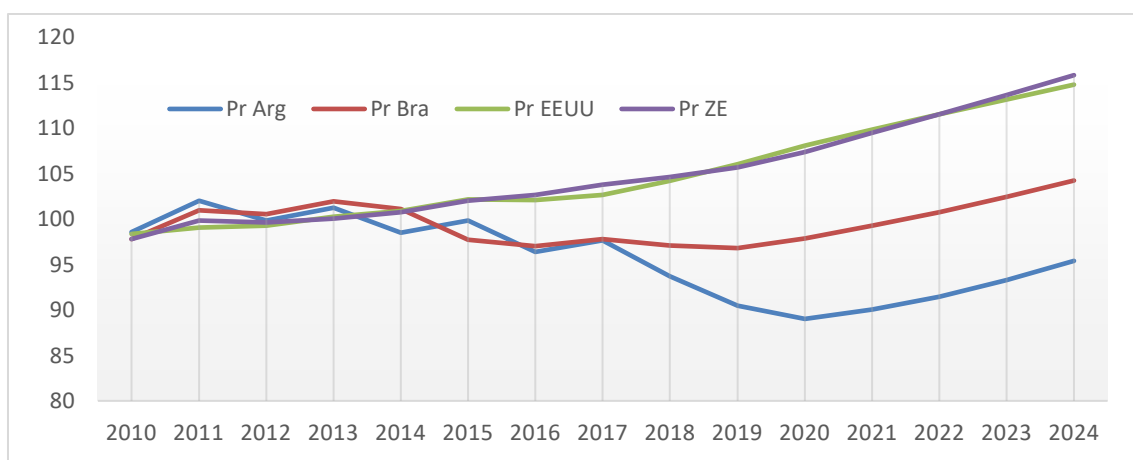
Ahora bien, el análisis de la competitividad centrada en los costos salariales suele dejar de lado otro aspecto central de los procesos de crecimiento y desarrollo económico; esto es, la productividad.

En términos muy simples podemos definir a la productividad como la cantidad de bienes y servicios que pueden producirse por cada unidad de factor productivo. Así, por ejemplo, si con la misma cantidad de factores mejora la eficiencia productiva, dando como resultado mayor cantidad de bienes y servicios, entonces habrá aumentado la productividad y con ello, la capacidad de generar riqueza.

Como la mejora en la eficiencia productiva se traduce en una reducción del costo por unidad producida, el aumento de la productividad implica una mejora en la competitividad sin necesidad de que los salarios reales tengan que reducirse o, dicho de otra manera, sin que haya que recurrir a la devaluación. Ahora bien, en un ambiente de competencia internacional, si no se observan mejoras en la productividad local, lo más probable es que, si esta dinámica virtuosa sí ocurre en el resto de los países, principalmente en aquellos que sean socios comerciales o competidores, la competitividad relativa (comparada con otros países) se verá afectada en forma negativa.

Lo anterior pone de manifiesto una situación de gravedad, en especial, en términos del bienestar de los trabajadores: si ocurren desmejoras en la productividad relativa del país, para sostener un nivel de costos unitarios competitivos, las devaluaciones deben ser cada vez mayores y, con ello, salarios reales cada vez más bajos.

**Gráfico N° 2: Productividad Laboral<sup>7</sup> argentina frente a los principales socios comerciales (Base promedio 2010-2015=100)<sup>8</sup> y sus estimaciones de corto plazo**



Fuente: Elaboración propia en base a datos de OIT

El gráfico anterior pone de manifiesto dos situaciones muy importantes. En primer lugar, el estancamiento económico que sufre el país hace, al menos, diez años, parecería haber afectado a la productividad que presenta una tendencia declinante muy marcada. En segundo lugar, la crisis financiera que estalló en Argentina a partir del 2018 antes mencionada, aceleró el deterioro de la competitividad del país, ya que no solo provocó una fuerte devaluación sino

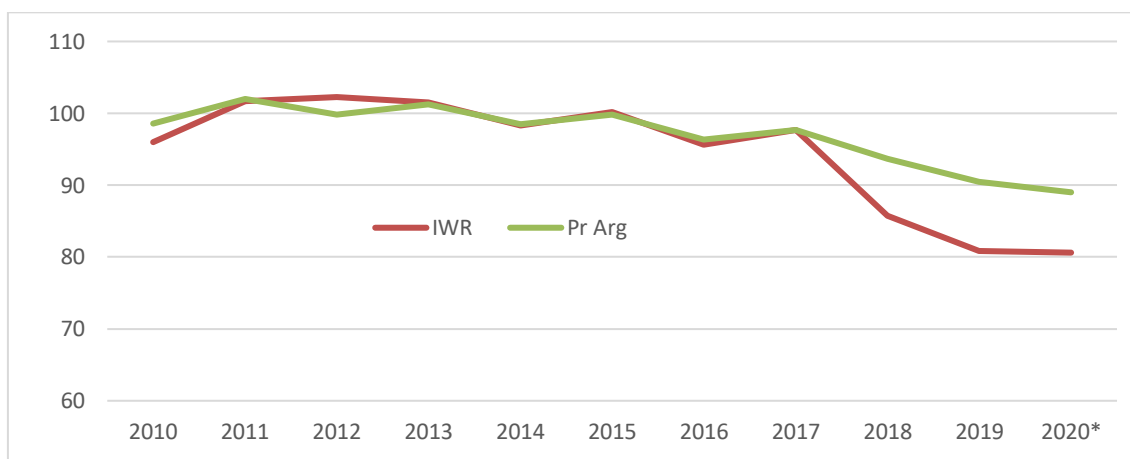
<sup>7</sup> Para mayores precisiones acerca de la metodología de elaboración del indicador, véase <https://ilostat.ilo.org/topics/labour-productivity/>.

<sup>8</sup> Se ha excluido China debido a que presenta incrementos de productividad laboral muy superiores al resto de los principales socios comerciales, situación que distorsiona al gráfico visualmente y no modifica las conclusiones, sino más bien, las acentúa.

que fue acompañada de una aceleración inflacionaria y una importante caída en el nivel de actividad; situaciones que, sin dudas, afectan la capacidad y la estructura productiva de cualquier país.

Las tendencias observadas sugieren que el mecanismo de la devaluación como herramienta para mejorar la competitividad se encuentra agotado, en tanto y en cuanto, la productividad tanto medida en forma individual como relativa, ha sufrido un largo y profundo proceso de deterioro; situación que luce razonable a la luz de la regresividad de las devaluaciones, tanto en términos de actividad económica como de bienestar social.

**Gráfico N° 3: Productividad laboral y salarios reales (Base Promedio 2010-2015=100)**



Fuente: Elaboración propia en base a datos de OIT e INDEC

\*El salario real se corresponde con los datos a agosto del 2020.

En cuanto a la pérdida de bienestar de los trabajadores, además de lo explicado anteriormente, la suba del tipo de cambio significó una transferencia de riqueza muy importante en desmedro de estos, dado que el salario real disminuyó mucho más que la productividad, por lo que el peso del ajuste recayó, en mayor medida, sobre los asalariados.

### Consideraciones finales.

Los problemas actuales alrededor de la volatilidad cambiaria, si bien presentan un trasfondo macroeconómico complejo, parecerían estar exacerbados por expectativas devaluatorias muy importantes y por la ausencia de una oferta de dólares adecuada. El hacedor de la política económica debe tener en claro que las expectativas de los agentes económicos se forman a partir del entorno en el que se desenvuelven y se ajustan por la experiencia reciente, por lo tanto, las medidas y anuncios no necesariamente deben tender a convalidarlas, sino que deben servir de faro para que estas puedan ser ancladas hacia el objetivo que se pretende alcanzar.

Convalidar las expectativas devaluatorias, influidas fuertemente por cuestiones financieras, no tendría un correlato positivo en términos de la economía real; esto es, alimentaría espirales inflacionarias, retroalimentaría expectativas de inflación y devaluación y generaría un daño

productivo quizás mayor a lo observado hasta el momento, dañando gravemente el bienestar social de la Argentina.

Uno de los diecisiete Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) es la promoción del crecimiento económico sostenido, inclusivo y sostenible, el empleo pleno y productivo y el trabajo decente para todos<sup>9</sup>. Los datos macroeconómicos hasta aquí analizados muestran que la tendencia socioeconómica del país no se ha dirigido en ese sentido, en particular por el deterioro de las condiciones laborales, la menor productividad, la inestabilidad macroeconómica y la falta de crecimiento, donde las devaluaciones recurrentes han jugado un papel central.

En este contexto macroeconómico, las políticas económicas deben propender alinear las expectativas hacia los objetivos de corto, mediano y largo plazo y no al revés; situación que, por supuesto, requiere de acciones concretas y urgentes.

Finalmente, luego de lo hasta aquí analizado, estimado lector: ¿Es necesaria una devaluación?

### **Bibliografía y fuentes consultadas**

Banco Central de la República Argentina. <https://www.bcra.gov.ar/>

Braun, M., & Llach, L. (2018). *Macroeconomía Argentina*. Buenos Aires: Sudamericana.

Braun, O., & Joy, L. (Febrero-Marzo de 1981). Un modelo de estancamiento económico - Estudio de caso sobre la economía argentina. *Desarrollo Económico*, 20(80), 585-604.

Canitrot, A. (1983). El salario real y la restricción externa de la economía. *Desarrollo Económico*, 23(91), 423-427.

Diamand, M. (Abril-Junio de 1972). La estructura productiva desequilibrada argentina y el tipo de cambio. *Desarrollo Económico*, 25-47.

Diaz Alejandro, C. (1963). A Note on the Impact of Devaluation and the Redistributive Effect. *Journal of Political Economy*, 71, 577-580.

Gerchunoff, P., & Rapetti, M. (2016). La economía argentina y su conflicto distributivo estructural (1930-2015). *El Trimestre Económico*, LXXXIII (2)(330), 225-272.

Heymann, D. (1980). *Las fluctuaciones de la industria manufacturera argentina, 1950-1978*. Santiago de Chile: ILPES.

Instituto Nacional de Estadísticas y Censos. <https://www.indec.gov.ar/>

Organización Internacional del Trabajo (2020). <https://www.ilo.org/>

Olivera, J. (1991). Equilibrio social, equilibrio de mercado e inflación estructural. *Desarrollo Económico*, 30(120), 487-493.

Vitelli, G., & Brenta, N. (1995). Planes de ajuste, proceso inflacionario e inversión: la experiencia argentina anterior a los años '80. *Ciclos*, 5(9), 89-112.

---

<sup>9</sup> Para ser precisos, es el ODS N° 8.