

EL COVID 19, UN EXPERIMENTO NATURAL PARA TESTEAR LAS VENTAJAS DE UNA MAYOR COORDINACIÓN MONETARIA EN EL MERCOSUR*

Martin Tetaz
Licenciado en Economía

Introducción

El tipo de cambio real es el precio que, bajo condiciones de no intervención de la autoridad monetaria, refleja la abundancia relativa de divisas y funciona por lo tanto como un regulador de la cuenta corriente del balance de pagos.

A su vez, cuando el país consume más de lo que produce y se genera un exceso de absorción doméstica, esa cuenta registra un déficit, señalando un consumo excesivo de divisas. Luego, ese rojo puede estar financiado por un superávit de la cuenta capital (inversiones del exterior o colocaciones de deuda) o por un desahorro de reservas internacionales.

Sin intervención del Banco Central, cualquier desajuste entre la cuenta corriente y la cuenta capital se refleja en presiones del tipo de cambio; esa señal de precios le indica a los productores y a los consumidores que deben cambiar su composición entre transables y no transables, pero además hay un efecto ingreso toda vez que al escasear las divisas son menores los salarios en dólares. El efecto combinado opera como un amortiguador de los shocks externos puesto que permite que la economía se ajuste con un mayor impacto en precios (salarios) y uno menor en actividad (empleo).

Alternativamente, si el tipo de cambio está fijo, las reservas internacionales son la variable de ajuste del sector externo. En teoría, estas operan como un colchón que evita los ajustes, pero si el mercado percibe el shock como persistente en el tiempo, o las reservas son escasas, pueden dispararse mecanismos de expectativas que profundicen la salida de capitales y eleven las tasas de interés por un mayor riesgo país.

* Ponencia presentada en el marco del VII Simposio sobre Regionalismo sudamericano. Cooperación y conflictos. Efectos dimensionales de la Pandemia, llevado a cabo los días 30 y 31 de octubre de 2024 en el Instituto de Integración Latinoamericana –UNLP-.

Sin reservas internacionales y sin flexibilidad del tipo de cambio, cualquier shock externo impactará de lleno en la actividad y el empleo, puesto que no será posible conseguir las divisas para producir, pero tampoco las necesarias para consumir, por lo que el ajuste solo es posible por la vía de un menor consumo interno inducido por una recesión.

Frieden y Stein (2001) presentan un completo estudio sobre las razones detrás de la elección del régimen cambiario, mostrando el trade off entre la adaptabilidad de los tipos de cambio flexibles ante los shocks externos, desde la creación de la OPEP, hasta la crisis rusa del 98, por un lado, y la mayor estabilidad que ofrecen los sistemas que fijan la moneda, por el otro. Los autores remarcan los factores políticos que muchas veces explican mejor que los fundamentos económicos, como la búsqueda del tipo de cambio como mecanismo redistributivo o de ancla inflacionaria.

Rapetti y Frenkel (2018) hacen un análisis histórico de los regímenes cambiarios de América latina en los últimos 50 años y concluyen que la apreciación cambiaria que resulta como consecuencia de usar el tipo de cambio con fines de estabilización de precios tiene consecuencias desastrosas en el nivel de actividad. Al mismo tiempo, encuentran un resultado muy interesante para nuestro trabajo y es que la mayor integración financiera de la región desde los 90 ha conducido a una mayor coordinación de facto hacia regímenes más flexibles.

La coordinación de la política monetaria no solo tiene los conocidos beneficios en términos de reducción de la inflación, menor tasa de interés, más comercio, más inversión y más crecimiento, sino que permite reducir el impacto causado por una lectura diferente del shock.

La observación del tipo de cambio real entre Argentina y Brasil en las últimas décadas demuestra una alta volatilidad que en parte puede deberse a cuestiones domésticas, como la crisis del 2018/19 en Argentina, o el proceso de destitución de Dilma Rousseff en Brasil, entre 2015 y 2016, pero que también obedece a una respuesta distinta de los shocks externos como el de la crisis Rusa del 1998 o la caída global del 2009.



Nota: Ponderado por el comercio de manufacturas (promedios móviles 12 meses. Ponderaciones actuales: Brasil: 32%; Estados Unidos: 12%; China: 16%; Zona del euro: 19%) Fuente: BCRA, INDEC, Direcciones de estadística de la Provincia de San Luis y de la Ciudad Aut. de Buenos Aires, Thomson Reuters y REM-BCRA

El mejor ejemplo del problema de la falta de acuerdo es la respuesta ante el Covid 19, que en la práctica permitió construir un escenario experimental, por lo inesperado y exógeno del shock, pero también porque indujo una fuerte coordinación de facto; todos los países del mundo, sin excepción, sufrieron un fuerte shock de oferta primero, seguido por uno de demanda después.

En la región, sin embargo, la respuesta fue disímil; mientras que Brasil siguió al pie de la letra las recomendaciones ortodoxas de los manuales de macroeconomía de economías abiertas, dejando que el tipo de cambio absorba completamente la novedad, Argentina perdió casi 7000 millones de dólares de sus reservas durante 2020 por negarse a devaluar y el tipo de cambio cuasi fijo fue una autopista recién pavimentada para el shock externo, causando una caída del PBI tres veces mayor que la de Brasil.

Aunque las autoridades monetarias argentinas no lo reconocieron de manera oficial, la secuencia temporal de las medidas de aislamiento sugiere un error de cálculo; el banco central se preparó para un shock profundo pero breve y no estuvo dispuesto a devaluar, puesto que existe consenso en la literatura respecto del alto pasaje a precios de una corrección del tipo de cambio real cuando esta se produce en un contexto de alta inflación en promedio y elevada volatilidad en los precios (Gosh, 2013), que es exactamente lo que había ocurrido en el país durante 2019.

Si en efecto hubiera sido posible levantar las restricciones de movilidad luego de los primeros 15 días de la cuarentena, o incluso luego del primer mes, sin dudas la opción de utilizar las reservas habría sido razonable porque una vez que Argentina devaluara, el retorno a un tipo de cambio real prepandémico solo hubiera sido posible por la vía de una mayor inflación, mientras que Brasil, sin historia inflacionaria reciente y con mayor estabilidad de precios, rápidamente ajustó a la baja su tipo de cambio nominal con relativo poco impacto en inflación (durante 2020 los precios se mantuvieron en torno a una velocidad del 4% anual, pero se aceleraron al año siguiente).

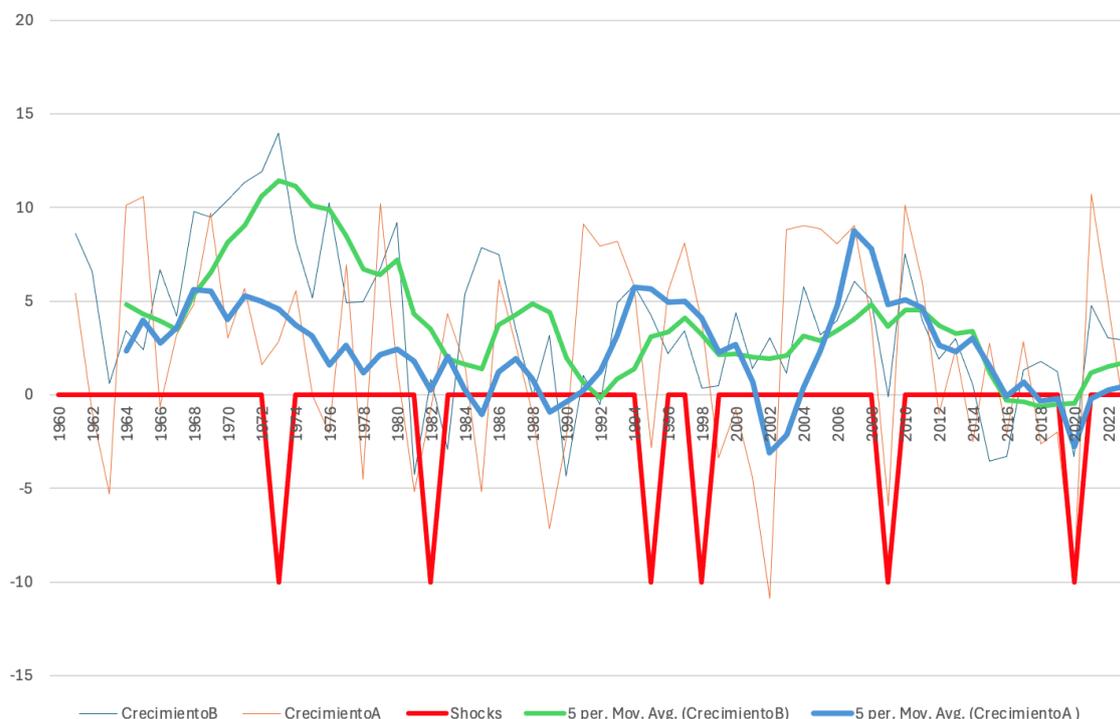
La pregunta de esta investigación es cuál hubiera sido el contra factual; que hubiera pasado si Argentina coordinaba su política monetaria con Brasil y enfrentaba la pandemia atada al Real.

Algunos trabajos como Lacunza, et al. (2004) encuentran una alta dependencia entre las economías de Argentina y Brasil particularmente, mientras que la próxima sección discutirá los problemas metodológicos que surgen a la hora de buscar una respuesta. A continuación, se presenta una propuesta de contrafactual y se discuten luego los resultados. A modo de conclusión se estilan sugerencias de política.

I. Problemas metodológicos

Una primera aproximación al estudio del impacto diferencial de las crisis ante la respuesta descoordinada de la política monetaria puede hacerse observando las respuestas de los senderos de crecimiento del PBI de Brasil y Argentina ante los distintos shocks que se produjeron en los últimos 60 años, aunque los problemas más evidentes surgen de los 80 en adelante, cuando se acelera la globalización y crece el canal financiero de propagación de las crisis.

Shocks y crecimiento de Brasil y Argentina



Fuente: eElaboración propia en base a Indec (s/f); BCRA (s/f)

Sin embargo, no hay modo de saber a simple vista, qué parte de las diferencias en la reacción ante las crisis puede deberse a las diferencias en la política monetaria y cambiaria, por un lado, y qué parte le corresponde a factores idiosincráticos; por ejemplo: en la crisis del 2009, Argentina ya estaba aislada de los flujos internacionales de capitales, lo que podría haber amortiguado el impacto de la caída, pero al mismo tiempo la crisis se combinó con el conflicto local con los sectores del agro que hizo que la economía local empezara a desplomarse incluso antes de la quiebra de Lehman Brothers.

En un mundo ideal no hay problemas para estudiar el impacto de las políticas económicas porque siempre se puede analizar infinitos universos paralelos, en cada uno de los cuales ocurre una política distinta.

Esta fantasía de la máquina del tiempo no es posible y entonces la alternativa de los investigadores es estudiar el comportamiento de las principales variables a lo largo del tiempo, en un corte transversal entre países, o en un panel que combine la fuente de información que proporciona la varianza entre países con la que provee la trayectoria temporal.

El primer problema que se enfrenta es que los regímenes cambiarios rara vez son exógenos, sino que los países reaccionan como consecuencia a los shocks, pero también con objetivos de política local. Así, el Banco Central argentino puede haber elegido absorber el shock del COVID con sus reservas, dejando casi fijo su tipo de cambio, pero luego haber insistido en evitar una devaluación para que la estabilidad cambiaria pavimentara el camino a una recuperación más rápida primero y a una elección electoral después.

Por la misma razón, un régimen cambiario está bajo presión ante un shock externo, pero también tambalea cuando las políticas domésticas son inconsistentes con el equilibrio externo, como ocurre por ejemplo cuando una fuerte emisión, para sostener un nivel alto de gasto público, cambia la abundancia relativa de moneda doméstica o es repudiado por el público local que en su intento de esquivar el impuesto inflacionario, vuela hacia monedas internacionales de reserva de valor.

Este problema de endogeneidad limita los ángulos de ataque, puesto que si la manipulación del tipo de cambio solo fuera la consecuencia de un shock externo, podríamos estudiar el impacto de esa manipulación en el crecimiento de la economía y usar una metodología de micro descomposiciones econométricas (Bourguignon et al. 2005).

Bajo esta técnica se estima la evolución de la variable de interés (el crecimiento del PBI en nuestro caso), usando los predictores estándar como variables independientes (Inversión, por ejemplo) y agregando la variable que suponemos que capta el efecto de la política cambiaria, como por ejemplo, la variación en las reservas internacionales, o el tipo de cambio real. Luego, con los coeficientes de la regresión, se simula el valor de la variable independiente colocando los correspondiente al contra factual (Brasil en nuestro caso).

Pero si el gobierno, además de usar las reservas para absorber un shock externo, las usa para financiar un programa de aumento del consumo local, que lógicamente aumenta la absorción doméstica, la relación entre las reservas y el crecimiento pierde significatividad estadística, porque las reservas caen en la recesión, pero también en la recuperación.

Por fortuna, el análisis del shock causado por el COVID19 es completamente exógeno, de modo que anulando el efecto contractivo de la apreciación cambiaria que se produjo

en 2020 en Argentina, como resultado de la devaluación de Brasil, combinada con la apreciación local, obtenemos una medida de la contracción que habría tenido el PBI si Argentina hubiera tenido su moneda anclada a la de Brasil, evitando por lo tanto la apreciación del tipo de cambio real con ese país.

II. Datos y resultados

Trabajamos con la base de datos del Banco Mundial (crecimiento e inversión), combinada con la serie de tipo de cambio real que proporciona el BCRA desde 1997 en adelante, tomando los promedios anuales de esa variable.

Tratándose de una serie de tiempo, la estrategia econométrica, validada por la significatividad estadística del primer rezago en el crecimiento, fue estimar un modelo autorregresivo (VAR)

Ecuación 1: CrecimientodelPIBanual

	coeficiente	Desv. típica	Estadístico t	valor p	
const	-41.7369	9.93228	-4.202	0.0004	***
Crecimientodel~_1	-0.357073	0.186978	-1.910	0.0693	*
Inversion	2.24023	0.583213	3.841	0.0009	***
TCR	0.0578032	0.0274758	2.104	0.0471	**
Media de la vble. dep.	1.705934	D.T. de la vble. dep.	6.154369		
Suma de cuad. residuos	491.9753	D.T. de la regresión	4.728902		
R-cuadrado	0.480439	R-cuadrado corregido	0.409590		
F(3, 22)	6.781157	Valor p (de F)	0.002083		
rho	0.158440	Durbin-Watson	1.611573		

Fuente: elaboración propia en base a Indec (s/f); BCRA (s/f)

Los resultados de la estimación indican que efectivamente el crecimiento es una variable dependiente del nivel de inversión y que también se ve afectado por el tipo de cambio real con Brasil. Concretamente, cada punto del PBI que aumenta la inversión arroja una tasa de crecimiento de 2,2% adicional en el producto, mientras que cada diecisiete puntos de apreciación cambiaria (el índice de TCR promedio de la serie es 128 puntos), la economía cae 1%.

Durante 2020, con motivo de la reacción descoordinada de los bancos centrales de Argentina y Brasil, el tipo de cambio real con nuestro socio comercial cayó 23 puntos, de modo que anulando el efecto de esa caída el PBI argentino hubiera sido 1,34% más alto, o puesto de otro modo, la caída del 9,9% experimentada por la economía, podría

haberse reducido al 8,55% si Argentina hubiera fijado el tipo de cambio del Peso con el del Real.

Por supuesto, la coordinación macro genera otros beneficios, pero también costos de la integración, al reducirse la capacidad soberana de respuesta ante shocks que no sean comunes.

III. Conclusiones

Los países latinoamericanos en general, pero Argentina y Brasil en particular, tienen alta volatilidad macroeconómica, tanto en términos del PBI como también en lo que respecta a su tipo de cambio.

La falta de coordinación en la política monetaria no solo afectó especialmente a Argentina, sino que lastimó el comercio entre los países llegando a poner en jaque el esquema del MERCOSUR, que nació en un contexto de estabilidad en Argentina y se vio potenciado por el éxito del Real, pero a fines de los 90, cuando la crisis rusa cortó el flujo de capitales del que disfrutaba sobre todo Brasil, la decisión de los cariocas fue una devaluación del 40% que hundió a la Argentina en una de sus peores crisis, puesto que su tipo de cambio fijo por ley le impedía acomodarse al shock del vecino y obligaba a ajustar el desequilibrio del tipo de cambio real bilateral por la vía de una fuerte recesión deflacionaria que desembocó en una crisis política sin precedentes.

El MERCOSUR se recuperó en la década de oro de los commodities latinoamericanos pero volvió a sufrir por su falta de coordinación macro ante el shock de la crisis de las hipotecas subprime, particularmente durante 2009. En la última década el volumen de comercio está estancado y tampoco hubo avances en materia de coordinación, aun cuando son muchos los estudios científicos que recomiendan avanzar en alguna medida para reducir la volatilidad del tipo de cambio real entre los miembros (Tetaz 2020).

El shock causado por la pandemia de Covid19 hundió al mundo en una recesión sin precedentes. La respuesta de los países fue disímil tanto en términos financieros como en sus estrategias de contención del virus que implicaron un mayor o menor aislamiento social con el consecuente cierre del aparato productivo, más concentrado en el sector de servicios. La economía argentina fue uno de las más afectadas del mundo, registrando una caída del 9,9% que triplicó la recesión sufrida por Brasil.

Esta investigación demuestra que una parte de la caída podría haberse evitado si el país hubiera fijado su tipo de cambio al Real. Para ello aprovechamos la característica exógena del shock e implementamos una metodología de micro descomposición econométrica que nos permitió simular el efecto que habría tenido esa regla monetaria.

La estimación obtiene una caída adicional de 1,34% en el PBI argentino como consecuencia de la apuesta errada del banco central local, que prefirió absorber el shock usando reservas internacionales.

Más investigaciones son necesarias para estimar otros efectos de más largo plazo de la coordinación monetaria, como el crecimiento del comercio, la reducción en la inflación y la tasa de interés, por un lado, pero también para entender mejor la magnitud de las consecuencias negativas, toda vez que la unificación del tipo de cambio le quita posibilidades (sobre todo a la economía más pequeña) de absorber los shock idiosincráticos.

Bibliografía

Bourguignon, F., Ferreira, F., y Lustig, N. (Eds.). (2005). *The micro- economics of income distribution dynamics in East Asia and Latin América*. World Bank, Oxford University Press. <https://hdl.handle.net/10986/14844>

Comercio Exterior. (s/f). *Instituto Nacional de Estadísticas y Censos*. Recuperado el día 10 de octubre de 2024 de <https://www.indec.gov.ar/indec/web/Nivel3-Tema-3-2>

Frieden, J., y Stein, E. (Eds.). (2001). *The currency game: Exchange rate politics in Latin America*. Inter-American Development Bank. <http://dx.doi.org/10.18235/0012392>

Ghosh, A. (marzo de 2013). Exchange rate pass through, macro fundamentals and regime choice in Latin America. *Journal of Macroeconomics*, (35), 163-171. <https://doi.org/10.1016/j.jmacro.2012.09.001>

Lacunza, H., Carrera, J. E., Cicowiez, M., y Saavedra, M. (2004). *Interdependencia y regímenes cambiarios en Mercosur: un modelo macroeconómico de equilibrio general computado para su medición*. XXXIX Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política. Ciudad de Buenos Aires, 10 al 12 de noviembre de 2004. <http://sedici.unlp.edu.ar/handle/10915/169941>

Relevamiento de Expectativas de Mercado. (s/f). *Banco Central de la República Argentina*. Recuperado el día 15 de octubre de 2024 de https://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Relevamiento_Expectativas_de_Mercado.asp

Rapetti, M., y Frenkel, R. (2018). *A concise History of Exchange rate regimes in Latin America*. Universidade Federal do Rio Grande do Sul Editora.
<http://repositorio.cedes.org/handle/123456789/4615>

Tetaz, M. (2020). La integración como una estrategia para bajar el riesgo país y reducir la volatilidad de los términos de intercambio. En N. Mellado (Dir. y Ed) R. Gajate y R. S. Piana (Coeds), *Regionalismo sudamericano en transformación: Instituciones y políticas en el auge y crisis* (pp. 261-284). Lerner Editora.
<http://sedici.unlp.edu.ar/handle/10915/120083>