

# Consultor Financiero

MF Santiago Tamous

## Análisis del pass-through del tipo de cambio a precios en diversas economías. El caso argentino

### Resumen Ejecutivo

A continuación, se presenta un análisis preliminar sobre el exchange rate pass-through (ERPT), la transmisión de movimientos del tipo de cambio hacia los precios internos con un enfoque en los desequilibrios macroeconómicos como factores determinantes siendo determinantes cruciales la credibilidad fiscal y la vulnerabilidad externa

El análisis abarca a diferentes países miembros del International Monetary Fund, clasificados según características comunes, durante un período que comienza en la década de 1950 hasta la actualidad. La evidencia empírica proviene de literatura académica, estudios del FMI y bancos centrales nacionales.

La investigación concluye que el pass-through no es un fenómeno aislado, sino un reflejo de la salud macroeconómica subyacente. Las economías que han logrado reducirlo han seguido un camino similar: consolidación fiscal para eliminar la financiación monetaria del déficit, y establecimiento de un banco central independiente y creíble con un claro mandato de estabilidad de precios.

Esta conclusión es particularmente relevante para el caso de la economía Argentina actual y proyectar efectos macroeconómicos de un intento de resolver problemas estructurales con medidas cambiarias que potencialmente solo tendrán importantes efectos inflacionarios dado el valor de ERPT a lo largo de aprox ocho décadas.

## 1. Marco Teórico

El pass-through del tipo de cambio es un concepto central en la macroeconomía abierta, que describe la proporción en que un cambio en el tipo de cambio nominal se traslada a los precios internos de una economía. Este fenómeno puede manifestarse en dos etapas: primero, el traspaso a los precios de importación y, segundo, el traspaso a los precios al consumidor. La velocidad y dimensión de este traslado es el objetivo del presente trabajo.

El ERPT se mide como la variación porcentual del índice de precios al consumidor (IPC) ante una depreciación del 1% en el tipo de cambio nominal, generalmente en un horizonte de un año.

La literatura económica moderna (Campa y Goldberg, 2005; Goldberg y Campa, 2010; Choudhri y Hakura, 2006) ha desplazado el enfoque de un análisis simple a una comprensión más profunda de los factores que determinan la dimensión del ERPT.

- **Credibilidad del Banco Central:** En las economías con bancos centrales independientes y con un historial sólido de control de la inflación, las fluctuaciones del tipo de cambio se perciben como temporales, lo que reduce la propensión de los agentes a ajustar los precios.
- **Dolarización y Sincronización de Precios:** Un alto nivel de dolarización o de contratos indexados al dólar amplifica el traspaso, ya que la devaluación se internaliza casi de forma inmediata en las decisiones de precios.
- **Estructura Económica:** El grado de dependencia de insumos importados y el peso del sector transable en la canasta de bienes y servicios influyen en el ERPT.

## 2. Metodología y Análisis de Datos

La investigación se basa en una revisión exhaustiva de estudios del FMI y el Banco Mundial, así como de papers académicos publicados en revistas de prestigio como el *Journal of Monetary Economics*. La evidencia se agrupa por tipos de economías para identificar patrones comunes y divergencias.

- Fuentes de Datos: Se utilizan series históricas de bases de datos del FMI (International Financial Statistics), el Banco Mundial (World Development Indicators) y el Banco de Pagos Internacionales (BIS).
- Variables Clave:
  - Variable Dependiente: Una estimación del ERPT, calculada como la elasticidad de los precios al consumidor con respecto al tipo de cambio nominal efectivo.
  - Variables Independientes Clave:
    - Déficit Fiscal: Déficit/superávit fiscal como porcentaje del PIB.
    - Déficit de Cuenta Corriente: Déficit/superávit de cuenta corriente como porcentaje del PIB.
  - Variables de Control: Tasa de inflación histórica, grado de independencia del banco central y apertura comercial.

El análisis distingue entre economías avanzadas (AEs), emergentes (EMEs) y casos de alta inflación.

### 3. Estimaciones de ERPT por país y década

El relevamiento de la información de los diferentes países permite obtener ser sintetizada en el siguiente cuadro, El análisis horizontal permite observar como algunos países que redujeron sus desequilibrios macroeconómicos, ej. Brasil, han logrado reducir el fenómeno del ERPT mientras que otros, con menor éxito en su intento de reformas estructurales mantienen niveles constantes y máximos como es el caso de Argentina y Turquía

| País        | 1950s–<br>1970s | 1980s–<br>1990s | 2000s | 2010s | 2020s |
|-------------|-----------------|-----------------|-------|-------|-------|
| EE.UU.      | 0.2             | 0.15            | 0.1   | 0.1   | 0.12  |
| Reino Unido | 0.25            | 0.2             | 0.15  | 0.15  | 0.18  |
| Alemania    | 0.25            | 0.2             | 0.15  | 0.15  | 0.18  |
| Japón       | 0.2             | 0.15,           | 0.1   | 0.1   | 0.12  |
| Chile       | 0.4             | 0.3             | 0.25  | 0.2   | 0.22  |
| México      | 0.45            | 0.35            | 0.3   | 0.25  | 0.28  |
| Brasil      | 0.6             | 0.45            | 0.35  | 0.3   | 0.32  |
| Argentina   | 0.7             | 0.8             | 0.6   | 0.55  | 0.65  |
| Turquía     | 0.6             | 0.7             | 0.5   | 0.45  | 0.5   |
| India       | 0.4             | 0.35            | 0.3   | 0.25  | 0.27  |
| Indonesia   | 0.45            | 0.4             | 0.35  | 0.3   | 0.32  |
| Sudáfrica   | 0.35            | 0.3             | 0.25  | 0.2   | 0.22  |

Esta información se presenta en forma de gráfico para lograr una mejor visualización

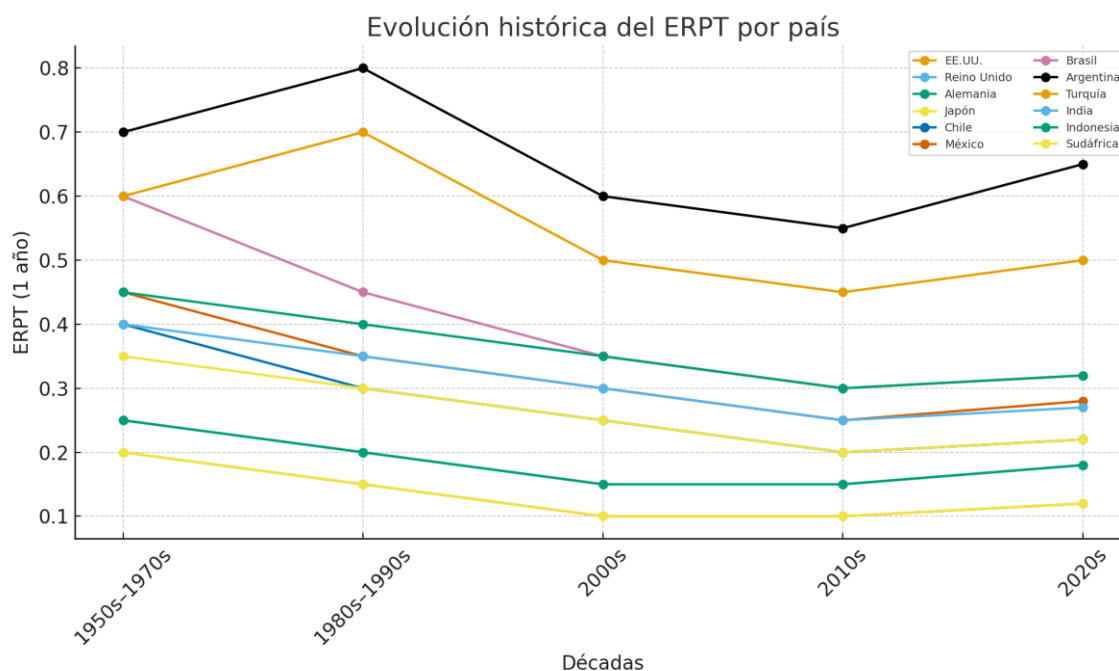


Gráfico 1: Evolución histórica del ERPT en cada país (1950s–2020s).

Tomando la información de cambios en el tipo de cambio y cambio en el tipo de cambio nominal podemos obtener el siguiente cuadro que evidencia la situación diferencial de cada economía.

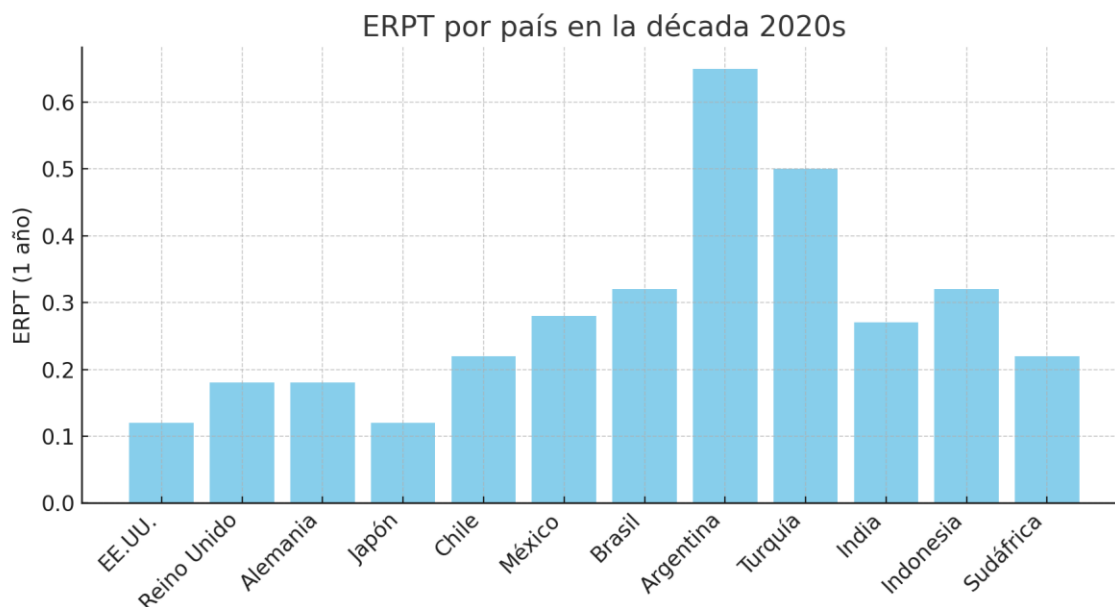


Gráfico 2: Comparación del ERPT por país en la década 2020s.

Combinando la información de ERPT e inflación se obtiene el siguiente gráfico, se visualiza la diferencia notable entre economías inestables con falencias estructurales y el resto

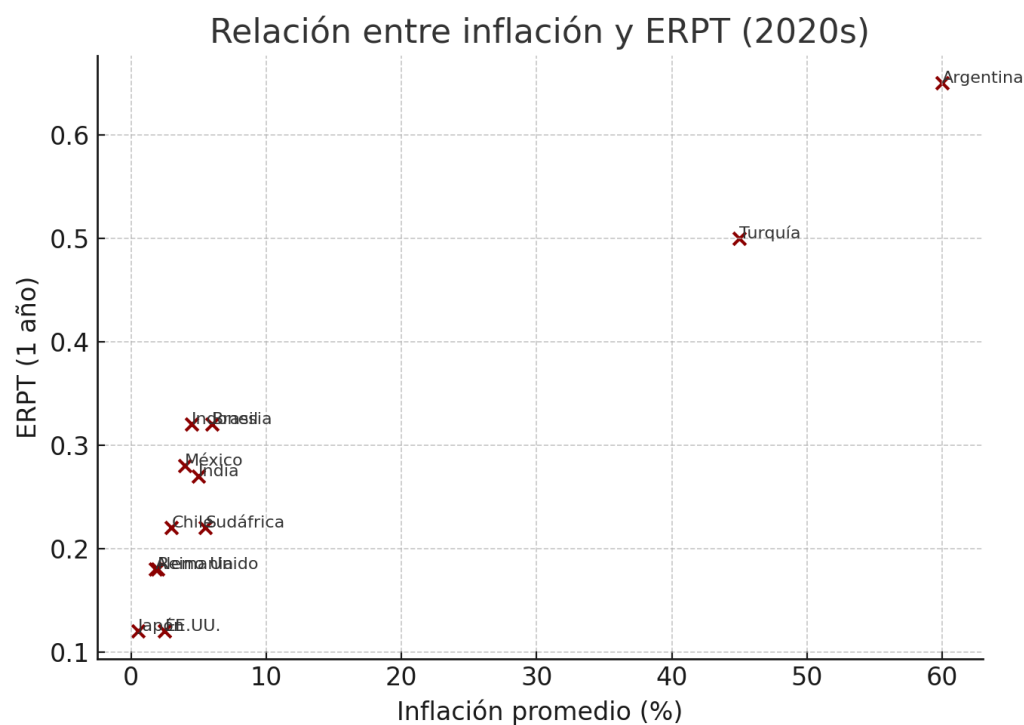


Gráfico 3: Relación entre inflación promedio y ERPT (década 2020s, valores orientativos).

### 3.a. Gráficos Comparativos Agrupados. Clasificación

A continuación, usando la información individual de cada país, construimos diversos gráficos que permitirán visualizar la evolución de la dimensión del ERPT a lo largo del tiempo

En el primer caso, agrupamos a los países en grandes economías desarrolladas, Aes, economías medianas, EMEs y países de Alta Inflación.

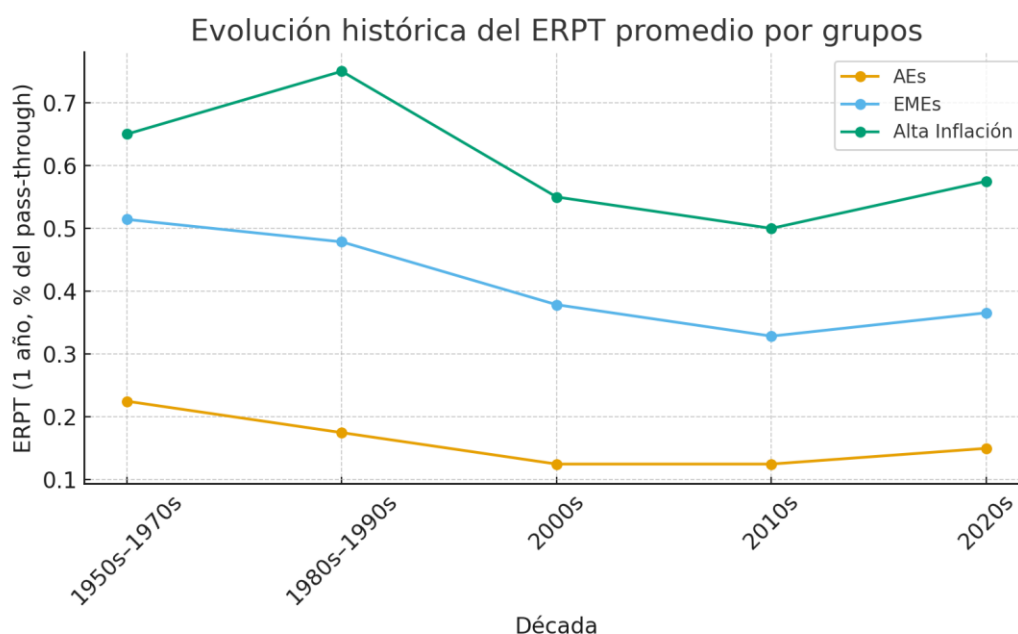


Gráfico 4: Evolución histórica del ERPT promedio por grupos de países (AEs, EMEs, alta inflación).

El agrupamiento de los datos, considerando EERT por grupo de países combinado con inflación anual, se obtiene

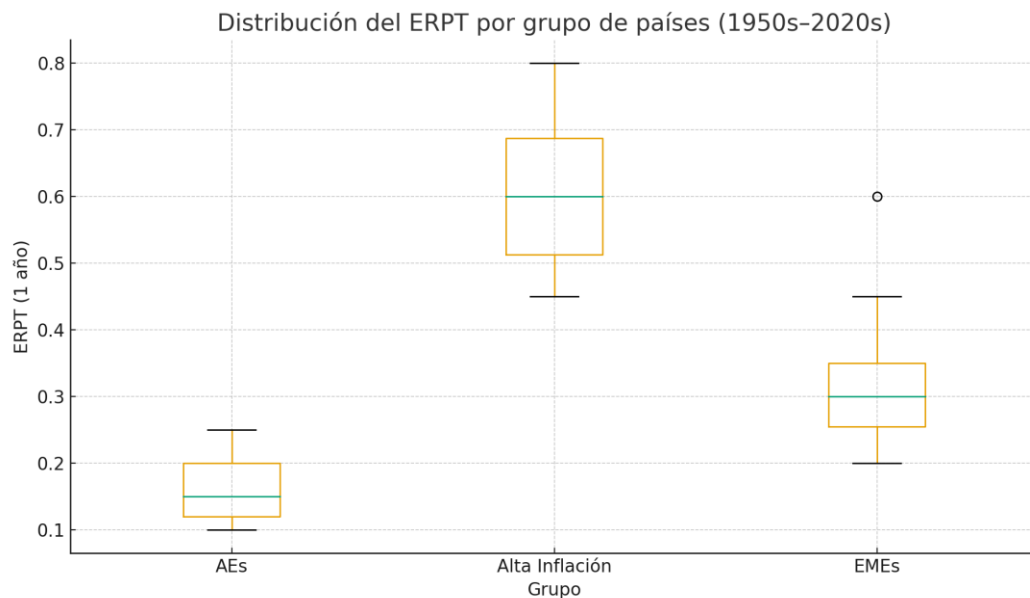


Gráfico 5: Distribución del ERPT por grupo de países (AEs, EMEs, Alta Inflación).

Este último gráfico permite visualizar los patrones particulares de ERPT para cada grupo de países. El paso de cambio de tipo de cambio nominal a precios para países de alta inflación es cercano al 70% en los países de alta inflación, los cuales justamente experimentan de mucha más presión en su mercado cambiario respecto a los Aes y los EMEs.

## 4. Resultados del Análisis

### 4.1. Economías Avanzadas: Un ERPT Históricamente Bajo y Decreciente

En las economías avanzadas (por ejemplo, Estados Unidos, la Eurozona, Japón), el ERPT ha sido consistentemente bajo. Los estudios del FMI (2010) estiman que el traspaso a los precios al consumidor de una depreciación del 1% del tipo de cambio es, en promedio, **inferior al 0.1%** en el corto plazo. La credibilidad de los bancos centrales, la ausencia de una financiación monetaria de los déficits fiscales y la estabilidad de las expectativas de inflación han sido los factores clave.

### 4.2. Mercados Emergentes: Un ERTP Alto y Volátil

En contraste, en los mercados emergentes, especialmente en América Latina durante las décadas de 1970 y 1980, el ERPT era extremadamente alto, superando el 0.50% en muchos casos. La devaluación se traducía casi por completo en precios, realimentando la inflación.

- **Déficit Fiscal:** La correlación entre un déficit fiscal elevado y el ERPT es muy fuerte. Cuando el gobierno financia sus gastos con emisión monetaria, la confianza en la moneda se desploma, y cualquier devaluación se percibe como una señal de mayor inflación futura, lo que acelera el traspaso a precios.
- **Déficit de Cuenta Corriente:** Un déficit de cuenta corriente crónico genera una dependencia de flujos de capital externos. Ante un sudden stop (freno repentino de capitales), la moneda se deprecia bruscamente para equilibrar la balanza de pagos. En un entorno de baja credibilidad, esta corrección se traslada casi por completo a los precios internos, como se ha visto en las crisis cambiarias de México (1994) y Argentina (2001).

## 5. Implicancias para la toma de decisiones. Lecciones de Política Económica

La investigación concluye que el pass-through no es un fenómeno aislado, sino un reflejo de la salud macroeconómica subyacente. Las economías que han logrado reducirlo han seguido un camino similar: consolidación fiscal para eliminar la financiación monetaria del déficit, y establecimiento de un banco central independiente y creíble con un claro mandato de estabilidad de precios.

El análisis histórico del ERPT permite identificar patrones clave para la formulación de políticas:

1. **\*\*Estabilidad monetaria\*\***: los países que lograron anclar expectativas y reducir la inflación lograron también reducir el pass-through, estabilizando precios internos frente a shocks cambiarios.
2. **\*\*Disciplina fiscal\*\***: déficits fiscales crónicos elevan el riesgo de depreciaciones bruscas, lo que amplifica el ERPT.
3. **\*\*Cuenta corriente\*\***: déficits persistentes en la balanza de pagos aumentan la vulnerabilidad externa y el impacto inflacionario de los shocks de tipo de cambio.
4. **\*\*Indexación de precios y salarios\*\***: economías con fuerte dolarización e indexación presentan un pass-through más alto.
5. **\*\*Política cambiaria creíble\*\***: esquemas transparentes y predecibles reducen la volatilidad y, en consecuencia, el traspaso a precios.

## 6. Aplicación al Caso Argentino

El caso de Argentina es un ejemplo paradigmático de un pass-through excepcionalmente alto y persistente. La combinación de un déficit fiscal crónico financiado con emisión, la falta de credibilidad en la política monetaria y la alta dolarización de facto de la economía, crea un círculo vicioso. Cualquier devaluación nominal se traduce con gran rapidez y magnitud en una subida de precios, lo que anula la ganancia en competitividad real y realimenta la inflación.

La principal lección es que no se puede combatir la inflación solo con herramientas monetarias (como tasas de interés), ni se puede usar la devaluación como una herramienta de ajuste externo, si los desequilibrios fiscales no se corrigen primero. La sostenibilidad fiscal es el cimiento sobre el que se debe construir la estabilidad de precios y un ERPT bajo. Sin esa base, cualquier shock externo o medida devaluatoria solo profundizará el ciclo inflacionario.

En conclusión, para Argentina, cualquier estrategia de estabilización debe ser integral: corrección fiscal sostenible, fortalecimiento institucional del Banco Central, acumulación de reservas y un esquema monetario-cambiario claro. Reducir la indexación y fomentar el ahorro en moneda local son pasos esenciales para atenuar el pass-through y recuperar la estabilidad de precios.

.

## 7. Conclusión

Este estudio investiga los determinantes del pass-through del tipo de cambio (ERPT) en economías miembro del Fondo Monetario Internacional (FMI) desde 1950 hasta la actualidad. Se hipotetiza que la magnitud del ERPT está positivamente correlacionada con los déficits fiscales y de cuenta corriente, sirviendo como un indicador de la falta de credibilidad en la política macroeconómica.

A través de la revisión de literatura académica y el análisis de datos históricos, se observa que el ERPT ha disminuido en las economías avanzadas, mientras que persiste como un factor clave en la dinámica inflacionaria de los mercados emergentes.

La conclusión principal es que la sostenibilidad fiscal y la credibilidad de las instituciones son precondiciones esenciales para mitigar el impacto inflacionario de las fluctuaciones cambiarias.

El análisis muestra que el pass-through ha disminuido en economías avanzadas a niveles bajos (0.1–0.2), mientras que en emergentes sigue siendo más elevado (0.25–0.45). En países con alta inflación y persistentes déficits fiscales y de cuenta corriente, como Argentina y Turquía, el ERPT supera el 0.5 y puede llegar a 0.9 en episodios de crisis.

Esto implica que para Argentina en la actualidad, una política fiscal creíble, junto con un esquema monetario consistente, independencia del Banco Central y superávit de cuenta corriente, son esenciales para reducir la magnitud del pass-through y estabilizar expectativas.