

N. D. Guy Pfeffermann es ciudadano francés; estudió en las Universidades de Estrasburgo y París. Ingresó al personal del Banco Mundial en 1966 y es actualmente Economista Superior de la Oficina Regional de América Latina y el Caribe. Este artículo es un extracto del publicado por el autor en «Finanzas y Desarrollo» de marzo de 1985, revista del FMI y del Banco Mundial. Cuando en la actualidad se habla de «devaluar» la moneda ante las monedas extranjeras lo que se persigue es eliminar la «sobreevaluación» y devolver a la moneda su valor real. Las monedas de muchos países de América Latina se encuentran sobrevaluadas, tal el caso de la de Guatemala. Durante el mes de enero de 1986, el Colegio de Economistas de Guatemala publicó sendos campos de prensa con relación a los rumores sobre una posible devaluación que corregiría la sobrevaluación artificial que el país sufre desde 1979. El Colegio publicó: «¿Cuáles serán los beneficios que una devaluación reportaría a la mayoría? En realidad, ninguno». Juzgue el lector.

¿A quién beneficia la sobrevaluación?

Guy Pfeffermann

Los tipos de cambio envían señales poderosas y penetrantes. La producción de un producto aumenta cuando su precio en relación con el de otros productos aumenta, y un incremento semejante puede ser causado por variaciones del tipo de cambio. En la literatura económica ha quedado claramente demostrado ya que independientemente, de su localización geográfica o nivel de ingresos los agricultores reaccionan vigorosamente a los incentivos de precios. Por ejemplo, esto ha sido confirmado por estudios recientes de los agricultores más pobres del Altiplano Andino. El tipo de cambio afecta al precio de los bienes comerciables, (exportables e importables) y es pues de utilidad inmediata para los agricultores que serán influidos en decidir qué parte de sus esfuerzos se ha de dedicar a desarrollar cultivos y qué parte se ha de destinar al mercado y que parte se ha de guardar a su propio consumo. Si las señales de los precios tienen tan poderoso efecto sobre las decisiones de producción de los agricultores, con mayor razón influyen en las decisiones de los empresarios del sector no agrícola de las economías en desarrollo. Son bien concluyentes las pruebas de que las decisiones para producir (¿qué? ¿cuánto? ¿para cuál mercado?) y para consumir (¿productos nacionales? ¿importados?), así como también las decisiones para ahorrar e invertir, están influidas por los tipos de cambio reales es decir, por los tipos de cambios nominales ajustados a las tasas relativas de inflación. Así pues, los tipos de cambio desempeñan una parte decisiva en el crecimiento económico.

Frecuentemente las presiones internas tienen por resultado la inflación monetaria, que se refleja en los salarios y precios de los bienes internos. La inflación también puede ser el resultado de muchas otras causas tales como los auges de precios de los productos primarios o los súbitos aumentos en las entradas de capital. Pero a menudo no se deja que el tipo de cambio nominal se ajuste plenamente para que refleje los mayores costos. Y de ello resulta que el tipo real se valoriza (sobreevalúa). Como el nuevo tipo de cambio no es ya un tipo de equilibrio, hay que restringir las importaciones y para lograr esto, el gobierno se ve ante una elección entre reducir la actividad económica mediante la política monetaria y fiscal, o bien establecer controles limitativos a las importaciones. Los gobiernos pueden, naturalmente, aumentar su endeudamiento o valerse de las reservas para financiar el déficit

y apoyar el tipo de cambio sobrevaluado pero tal cosa se hace insostenible al cabo de algún tiempo.

La sobrevaluación, pues, puede conducir a restricciones cuantitativas (tales como las cuotas de importación), que aumentarán el costo de las importaciones, o bien, si las importaciones siguen libres por un tiempo, a un déficit de balanza de pagos insostenible y a una definitiva devaluación real. En suma, las restricciones cuantitativas son la manera usual como se puede sostener la sobrevaluación del cambio por un período de tiempo. Pero, cuando los países están en capacidad de endeudarse en el exterior en grandes cuantías, la sobrevaluación se puede sostener durante meses o aún años, como fue el caso en Argentina, Chile y Uruguay antes de la crisis de la deuda de 1982. Por otra parte, **con frecuencia se constituyen poderosas presiones políticas a favor de mantener la sobrevaluación en razón de los beneficios que van a parar a grupos particulares** (tales como importadores o consumidores de importaciones). Estos beneficios, como se ha hecho observar antes, son temporales, pero pueden durar por un período de tiempo considerable.

No es fácil determinar en la práctica en qué momento la valorización del tipo de cambio se convierte en sobrevaluación. La noción de equilibrio cambiario es esquivada, sobre todo cuando las tasas de interés pueden estar lejos del equilibrio. El equilibrio solamente se puede definir en relación con cierto objetivo, por ejemplo, el de lograr una tasa dada de crecimiento de las exportaciones y del PIB a la luz de las probables entradas de capital. **Una señal práctica de peligro es la bala de la participación de un país en las exportaciones mundiales.**

¿Cómo afecta al desarrollo económico un tipo de cambio sobrevaluado? ¿Y por qué los gobiernos son a menudo tan renuentes a restablecer un tipo de cambio realista? Las siete proposiciones que siguen destacan algunas de las principales consecuencias de la sobrevaluación, sobre todo en cuanto afectan al desarrollo. Las proposiciones no son ni mucho menos exhaustivas, y hay yuxtaposiciones inevitables entre varias de ellas.

Proposición 1: los tipos de cambio sobrevaluados atentan contra las exportaciones. La importancia de un sector exportador dinámico en el curso del desarrollo es algo bien reconocido. **Hasta donde la sobrevaluación mina la rentabilidad exportadora** en casos en que por razones internas, como la inflación, se afectan los precios **disminuye el incentivo de otros países a importar del país con un tipo de cambio sobrevaluado**, lo que incide en el propio núcleo del proceso del desarrollo.

Un tipo de cambio real sobrevaluado pone en peligro los incentivos para producir, no solamente exportaciones sino también sustitutos de importación. En esta situación, sin embargo, las exportaciones están sometidas a más discriminación debido a las ineficiencias generales y a los altos costos asociados con las restricciones cuantitativas a la importación. Los Intentos de contrarrestar la propensión anti exportadora mediante subsidios pueden resultar insostenibles porque aumentan el déficit fiscal.

Al poner en peligro el crecimiento exportador y la diversificación, la sobrevaluación (con o sin restricciones cuantitativas a la importación) retarda fuertemente el desarrollo económico.

Proposición 2: los tipos de cambio sobrevaluados perjudican a la agricultura. El efecto de la sobrevaluación en la agricultura merece atención especial porque en las primeras etapas del desarrollo la agricultura es el sector clave y la fuente más importante de empleo en los más de los países en desarrollo. Mientras la industria suele gozar de elevada protección, lo típico es que la agricultura no reciba ninguna (o en muchos casos hasta sufra de protección efectiva negativa). Evidentemente, las implicaciones de la discriminación frente a la agricultura son de amplio alcance.

En primer lugar, las gentes más pobres viven en zonas rurales que dependen de la agricultura; por consiguiente, la discriminación en contra de la agricultura perjudica a los más pobres. Los tipos de cambio realistas, por otra parte, son más propicios a la prosperidad rural y tienen un efecto positivo sobre la distribución del ingreso y también sobre el crecimiento.

En segundo lugar, donde quiera que las relaciones internas de intercambio están tan sesgadas contra la agricultura, propiciando la migración hacia las ciudades, aumenta la necesidad de importar comestibles y se hace así más presión todavía sobre la balanza de pago. En tercer término, los incentivos agrícolas inadecuados (en relación con los de otras actividades) pueden tener efectos profundamente negativos sobre el desarrollo; existe una estrecha asociación entre los resultados agrícolas y el desarrollo económico global, aún en países donde la agricultura solamente constituye del 5 al 10 por ciento del PIB. **Hasta donde los tipos de cambio sobrevaluados perjudican la agricultura, desestiman el desarrollo global.**

Se puede extender este razonamiento a otras actividades basadas en recursos. Los tipos de cambio sobrevaluados ponen en peligro los incentivos en silvicultura, minería, agroindustrias e industrias básicas. **Al hacer las importaciones relativamente más baratas, por lo menos temporalmente, la sobrevaluación no solamente discrimina en contra del desarrollo de tecnologías nacionales apropiadas, sino que además, mediante importaciones más baratas de bienes de capital, estimula métodos de producción relativamente intensivos en el uso de capital, desestimulando con ello la creación de empleo.**

¿Quién se beneficia? Evidentemente los beneficios percibidos o reales van a dar a la población urbana con alimentos más baratos, lo cual, desde luego, como la mayor parte de las demás «ventajas» de la sobrevaluación, si son reales, pero solamente mientras el tipo de cambio se pueda mantener sin restricciones cuantitativas, lo que es imposible a la larga.

Proposición 3: los tipos de cambio sobrevaluados estimulan las importaciones. En general, la sobrevaluación estimula la demanda de divisas ya que resultan relativamente más baratas. Este efecto se multiplica si el público cree que el gobierno no estará en capacidad de sostener el tipo de cambio por mucho tiempo y las gentes compren más divisas para aprovechar el precio relativamente bajo. **Aumentarán así las importaciones y los gastos en turismo en el exterior. La mayor demanda de divisas presionará las reservas y aumentará las necesidades de endeudamiento.** Finalmente, la sobrevaluación genera presiones en el sentido de más controles de importación y como se

expondrá luego, la competencia por las importaciones se desplazará del campo económico al político.

¿Quién se beneficia? A menos que los importadores puedan aprovechar la situación, las importaciones más baratas benefician a quienes pueden comprarlas, lo cual refleja la estructura de la distribución del ingreso. Los grupos de votantes que están a favor de las importaciones más baratas son influyentes; entre ellos están los más ricos, que por lo tanto son el segmento políticamente más poderoso de la población que abarca a los que tienen mercados protegidos para sus productos y desean insumos baratos. Frente a éstos, se encuentran los grupos generalmente menos influyentes de votantes compuestos de agricultores y exportadores en general. Un grupo de oposición silencioso, pero **importante consiste en los exportadores potenciales, quienes, debido a la sobrevaluación, no pueden asegurarse mercados de exportación. Otro grupo silencioso es el de los desempleados, que esperarían beneficiarse de las políticas que aceleran el crecimiento económico a largo plazo.**

Proposición 4: los tipos de cambio sobrevaluados desestabilizan la cuenta de capital y a menudo precipitan crisis de la deuda. La sobrevaluación (que con frecuencia es resultado de políticas de base incoherentes) ejerce presiones sobre la cuenta corriente de la balanza de pagos. Estas se pueden contrarrestar temporalmente mediante flujos de capital compensatorios. **Un gobierno puede estar en capacidad de aumentar el endeudamiento para financiar más importaciones de bienes de consumo. Pero ante las necesidades mayores de endeudamiento, que reflejan un déficit en cuenta corriente en continua expansión y, por lo general, la disminución del ahorro interno -- la carga del servicio de la deuda aumentará llegándose finalmente a una crisis.**

¿Quién se beneficia? Mientras «vayan bien las cosas», la sobrevaluación beneficia a quienes estén en situación de tomar empréstitos baratos en el exterior. En cuanto parece inminente una crisis, se beneficiarán los que hayan participado en la fuga de capitales e invertido sus ahorros en el extranjero.

Proposición 5: los tipos de cambios sobrevaluados producen protección frente a las importaciones. Este es otro resultado negativo muy evidente de los tipos de cambio sobrevaluados. Como ya se ha hecho observar antes, la sobrevaluación, al hacer que las importaciones sean relativamente más baratas, generan presiones de parte de las industrias amenazadas (las que compiten con las importaciones) buscando mayor protección. Si el gobierno cede a tales presiones, como frecuentemente ocurre, la nueva estructura de protección va a ser probablemente menos propicia a la asignación eficaz de los recursos que la anterior, y enemiga del crecimiento. Se puede alegar que la inevitable y definitiva devaluación de la moneda se puede hacer a la par con una reducción en los aranceles y otras medidas de protección (lo que se conoce como «devaluación compensada»); desafortunadamente a menudo es mucho más sencillo para los gobiernos modificar el tipo de cambio que alterar la estructura protectora, y por tanto esta última tiende a ser duradera.

Las estructuras protectoras que han existido en algunos países en desarrollo durante decenios, erigidas en parte como respuesta a la sobrevaluación, han fomentado a su turno la sobrevaluación crónica, lo cual se debe, por otra parte, a que los aranceles y las restricciones cuantitativas a las importaciones desaniman la demanda de divisas al

aumentar el precio de los bienes y servicios extranjeros; por otra parte, el acceso racionado a las divisas se traducen en un tipo de cambio que está más sobrevaluado que el que hubiera estado vigente si la demanda de moneda extranjera no se refrenara mediante la protección. Las dos cosas se refuerzan mutuamente la sobrevaluación genera presiones a favor de la protección contra las importaciones; la protección contra las importaciones perpetúa la sobrevaluación.

Proposición 6: los tipos de cambio sobrevaluados no contribuyen a refrenar la inflación. Esta es una de las mayores lecciones de la gestión económica durante el último decenio o algo así. Como la sobrevaluación significa que las importaciones son relativamente baratas, los gobiernos han recurrido a menudo a la política cambiaria intentando contener la inflación. Pero con este enfoque se presentan graves problemas. Primeramente, si bien las importaciones constituyen una buena proporción de la «cesta» del costo de vida en las mayorías de los países en desarrollo, en muchos países su peso no es suficientemente importante para que tenga mucha repercusión sobre la inflación medida. En segundo lugar, aunque los tipos de cambio devaluados se las arreglan para disminuir la inflación, la inevitable devaluación consiguiente causará presiones inflacionarias que por lo general van más que a anular los «beneficios» de la sobrevaluación.

¿Quién se beneficia? Nuevamente, mientras «las cosas vayan bien», los consumidores urbanos se benefician de toda reducción que pueda haber de la inflación (debido a las relaciones de intercambio adversas, los agricultores no están entre los «beneficiarios»)

Proposición 7: los tipos de cambio sobrevaluados fomentan la economía rentística. Al engendrar presiones en el sentido de más protección, la sobrevaluación aumenta las rentas (esto es, los ingresos generados debido a una escasez creada artificialmente) de los que tienen acceso a las licencias de importación. Lo cual también es así para los que tienen acceso a créditos externos (relativamente baratos). Además de ser menos eficiente y conducente hacia el crecimiento, la economía rentística estimula las utilidades privadas a expensas del bienestar público, (por ejemplo, dentro de restricciones cuantitativas de la importación, los aranceles implícitos van a parar al importador no al gobierno). **En un clima semejante es casi inevitable que florezca la corrupción. Más generalmente, la sobrevaluación estimula la politización del proceso económico: el llegar al poder político se vuelve vitalmente importante desde el punto de vista de una economía privada, y esto, a su vez fomenta la separación entre los que tienen poder político y pueden sacar rentas del mismo, y el resto de la población.**