



Escribe Eduardo Conesa Economista

¿Hay sobrevaluación en la paridad entre peso y dólar?

En recientes conferencias pronunciadas por Rudiger Dornbusch y Adalbert Krieger Vasena, el primero abogó por la indexación cambiaria y el segundo por la flotación. Ambos pusieron nuevamente sobre el tapete el tema del atraso cambiario. Existe una gran confusión en el asunto porque algunos economistas que usa el IPM como deflactor dicen que no hay atraso, aunque en los hechos las aduanas estén abarrotadas de mercaderías importadas y se hayan agotado pasajes para viajar al exterior, al igual que en la época de la llamada "plata dulce". Nos proponemos dilucidar esta importante cuestión en dos notas.

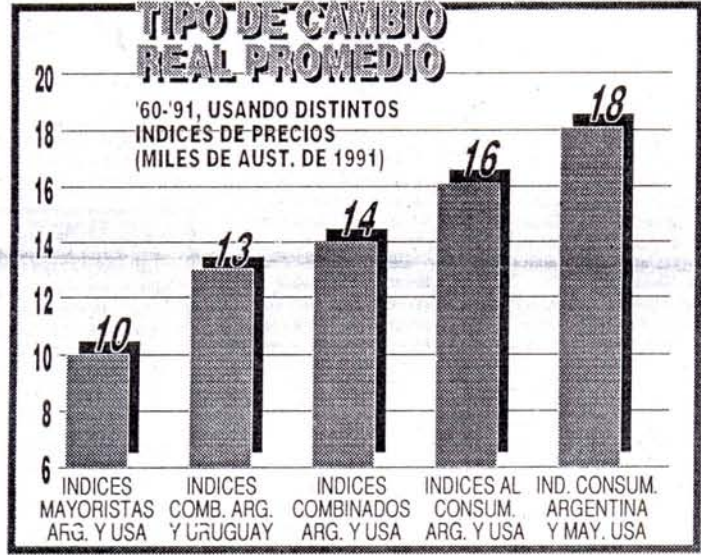
realizar para alcanzar ese crecimiento. Para una tasa de crecimiento a largo plazo de 5% por año, corresponde un tipo de cambio real alto, es decir, un dólar caro y por consiguiente un esfuerzo nacional considerable con los ojos puestos en el futuro a diez años vista y en el bien de las generaciones venideras. Por el contrario, para una tasa de crecimiento a largo plazo negativa de -5% por año corresponde un tipo de cambio real bajo, es decir, un dólar barato en una atmósfera general de alto gasto de consumo presente, escasa inversión con el criterio de "después de mí, el diluvio". Lamentablemente en la discusión de la Ley N° 23.928, el Congreso no se hizo eco de estos problemas que son los fundamentales

plan austral, el plan Krieger Vasena de 1967, o el de Cavallo de abril de 1991, o algún otro. El tipo de cambio conveniente para el desarrollo es aquel que permite una salida fluida de las exportaciones de manufacturas y también aquel que permita hacer buenas ganancias a los productores agropecuarios que tengan mercados en los cuales el país sea verdaderamente un tomador de precios. Esta definición es "forward looking", apunta al futuro, y no parece tener mucho que ver con tipos de cambio reales del pasado. Sin embargo, en una discusión como la que se plantea hoy en el país, hay necesidad de hacer comparaciones con los tipos de cambio reales del pasado para ilustrar al público sobre cuál de los tipos de

mos nuestro tipo de cambio nominal con el índice al por mayor local e inflamos con el estadounidense, tendríamos una sobrevaloración cambiaria prácticamente nula en 1991 en relación al promedio del tipo de cambio real vigente durante los últimos treinta años. Observar al respecto la barra de la izquierda del gráfico. En el extremo opuesto, si dividimos por el IPC argentino y multiplicamos por el IPM estadounidense, obtenemos una sobrevaloración cambiaria

Maynard Keynes en artículos publicados en el decenio de 1920 condenaba el uso del índice de precios al por mayor como deflactor local para medir la sobrevaloración cambiaria inglesa de esa época. Deflacionar por el IPM local es como deflacionar el tipo de cambio nominal por... ¡el mismo tipo de cambio nominal! El uso del IPM local como deflactor arroja necesariamente un grado casi nulo de sobre o de infra valoración cambiaria en el largo plazo. Minimiza el fenómeno que queremos analizar porque mide los precios de una canasta de productos que se importan y exportan al tipo de cambio comercial vigente. Los productores locales no pueden vender más caro que el precio del similar producto importado más la tarifa de importación o exportación. Por consiguiente el IPM se mueve casi en perfecto paralelo con el tipo de cambio comercial. Por ello es imposible detectar la sobrevaloración con este método.

Por lo pronto, debe reconocerse que la Argentina ha dado un paso adelante importantísimo para la solución de su crisis con la fijación del tipo de cambio por el Congreso. También con la medida conexa de establecer un régimen de emisión monetaria con respaldo, vinculado precisamente a la compra de divisa por el Banco Central al tipo de cambio fijado por ley. Sin embargo, no hemos inventado la pólvora. La idea no es original. Es muy antigua y data al menos de la reforma de la carta orgánica del Banco de Inglaterra por la "Peel Act" de 1844. La idea no es tampoco original en la Argentina porque se trata precisamente del sistema monetario que estableció, quizá algo cripticamente, la misma Constitución argentina de 1853. Tampoco es original en el sentido de que la convertibilidad rigió en nuestro país desde 1883 a 1885 y desde 1899 hasta 1914 y desde 1927 hasta 1929.



Largo plazo
Pero cuando se establece el tipo de cambio por el Congreso, no se lo puede modificar todos los días ni todas las semanas ni todos los meses ni siquiera todos los años. Cuando el Congreso fija el tipo de cambio lo tiene que hacer para muchos años al nivel de equilibrio de largo plazo de esta variable. Además existen múltiples niveles de equilibrio de largo plazo dependiendo de la tasa de crecimiento de largo plazo que la sociedad entera desea lograr y del grado de esfuerzo que está dispuesta a

en la fijación del tipo de cambio. Tampoco el ministro de Economía los puso a consideración en el mensaje de elevación para la discusión en el recinto. La enorme importancia de estos temas para la comunidad nacional justifica que sea el Congreso el órgano competente para la fijación del tipo de cambio. Y confirma una vez más la sabiduría de la Constitución de 1853 al así establecerlo.
Sin embargo, antes de discutir cuál es el nivel conveniente para el tipo de cambio, se presenta un problema instrumental previo de cómo comparar el nivel del dólar actual con el de 1960, el de 1970, el promedio de los últimos treinta años, el del

cambio que tuvieron vigencia en algún momento en nuestro país es el más conveniente.
Indices
En la tarea de hacer una comparación histórica de tipos de cambio debemos dividir el tipo de cambio nominal de cada año por el índice de precios local y multiplicar por un índice de precios internacional, para tomar en cuenta la inflación en dólares. Se nos presenta entonces un primer problema: ¿Deflactamos los tipos de cambio nominales con el índice de precios al consumidor (IPC), con el índice al por mayor (IPM) o con un índice combinado? En razón de que también hubo inflación en dólares ¿inflamos con el IPM estadounidense, o el IPC, o el índice de precios combinado de ese país? El gráfico adjunto demuestra que es importante acertar con la elección del método de cálculo porque si deflacta-

considerable. En otras palabras, usando el IPM, el promedio del tipo de cambio real de los últimos 30 años sería de 10.000 australes por dólar. No habría entonces sobrevaloración cambiaria. Por el contrario, si usamos el IPC local para deflactar y el IPM norteamericano para inflar, resulta que el promedio del tipo de cambio real de los últimos 30 años es de 18.000 australes. En este caso sería necesaria una devaluación real de 80% para colocarnos en el dólar histórico. Observar al respecto la barra de la derecha del gráfico.

El uso del índice de precios al por mayor local para dividir el tipo de cambio nominal tiene el inconveniente de que este índice está muy influenciado por el mismo tipo de cambio, con lo cual caemos en una relación circular, como la del huevo y la gallina, que no nos permite medir adecuadamente el grado de infra o sobrevaloración cambiaria. Ya John

Literatura
El índice de precios al consumidor local es más adecuado porque en última instancia se trata de medir si los salarios en dólares son adecuados a la productividad de la economía nacional. Por supuesto, los economistas académicos, los que "saben", apoyan su uso. Existe una amplia literatura al respecto. En cuanto al índice extranjero, esa misma literatura considera adecuado el uso del índice de precios al por mayor de los Estados Unidos por considerar que dicho índice es el que mejor permite medir la inflación internacional y el nivel de los precios en el mercado mundial. Es decir que entonces el "verdadero" valor histórico del dólar sería de 18.000 australes, equivalentes a 1,80 peso.
En nuestro país, la Fundación Mediterránea usa frecuentemente el índice de precios "combinados" (IPC más IPM sobre dos) para calcular el atraso cambiario. Pero el uso del índice de precios combinado es una práctica criolla sin fundamento doctrinario alguno. No se usa en ningún país. Posiblemente esta práctica se debe a que nuestro mancarriónico Banco Central es incapaz de calcular el llamado deflactor implícito del PBI, que es un índice más comprensivo que el IPM y el IPC, pero que en casi todos los países está mucho más cerca del IPC que del IPM. De cualquier manera, el gráfico indica que, aun usando el erróneo índice combinado para alcanzar el promedio del dólar de los últimos 30 años, sería necesaria una devaluación real de 30 o 40%, dado que el dólar histórico estaría entre 13.000 y 14.000 australes, contra 10.000 australes equivalentes a un peso, vigente en la actualidad.

Medicina Privada
Av. Santa Fe 3651
Tel.: 71 5427/7353/1439
Viamonte 1145 - Tel.: 49-7613 al 15