

Sobrevaluación y crisis

Pedro A. Palma

Publicado en el diario "El Universal" de Caracas. Lunes 1 de septiembre de 1997.

Desde abril de 1996 se ha venido operando una intensa apreciación real del bolívar comercial. Ello se ha debido a que el anclaje del tipo de cambio nominal ha divorciado el ritmo de ajuste del precio de la divisa del diferencial inflacionario interno y externo. En los primeros meses de implantación de la Agenda Venezuela ese proceso fue reduciendo el margen de subvaluación que produjeron las maxidevaluaciones de diciembre de 1995 y de abril de 1996, pero ya para septiembre de ese año nos encontrábamos en equilibrio, y a partir de allí nuestro signo monetario comenzó a sobrevaluarse.

Estimamos que la sobrevaluación efectiva está hoy en torno a un 11%, nivel que, como ya hemos dicho repetidas veces, es aún moderado y no reviste mayores riesgos en lo inmediato. Más aún, esa sobrevaluación es sostenible por un lapso prudencial, pudiendo utilizarse como acicate para que nuestra industria de transables aumente su eficiencia, preservando así su competitividad.

No obstante, de continuar el anclaje cambiario y la mayor inflación interna que externa, aquella sobrevaluación seguirá acumulándose, por lo que los bienes y servicios foráneos se abaratarían en relación a los locales, estimulándose así las importaciones. Esto llevaría a un desequilibrio acelerado de la cuenta corriente, la cual arrojaría altos déficit en relativo breve plazo, a pesar de las mayores exportaciones de hidrocarburos.

Hay quienes argumentan que eso no sería un problema, pues la entrada neta de capitales, de largo y corto plazo, compensaría aquel déficit, manteniendo las reservas internacionales en niveles elevados. Esto se produciría por el comportamiento favorable de otras variables como las tasas de interés, las expectativas, la confianza, el riesgo país, etc. Lo anterior lleva a un planteamiento lógico: la variable cambiaria relevante es el tipo de cambio de equilibrio de largo plazo. Para obtener el mismo, hay que definir primero cuál es el escenario que conforman las otras variables mencionadas, estableciéndose así cuál sería el tipo de cambio que, bajo ese escenario, generaría el equilibrio global de la balanza de pagos, y no sólo el de su cuenta corriente.

Bajo ese criterio se puede argumentar que no importa mantener un tipo de cambio que genere una sobrevaluación creciente del bolívar comercial y un elevado déficit corriente, si las otras variables relevantes producen superávit en la cuenta capital, preservándose así el equilibrio externo. Para hacer válido este planteamiento se necesita que las condiciones que generan esos comportamientos favorables se mantengan en el tiempo, es decir, que aquellas

variables de confianza, expectativas cambiarias favorables, riesgo país, etc. se mantengan por largos períodos.

No obstante, la historia nos ha demostrado múltiples veces que esas variables no sólo son volátiles, sino también muy sensibles a desequilibrios o a cambios en las realidades económicas, sociales y políticas. Ello puede cambiar en cuestión de horas el escenario favorable a la entrada neta de capitales, y por lo tanto hacer que lo que en un período se consideró un tipo de cambio de equilibrio, pase a ser uno de profundo desequilibrio, requiriéndose una maxidevaluación.

Una infinidad de casos nos prueba esto. Uno de los ejemplos más palpables fue el de España en 1992. La sobrevaluación creciente de la peseta hizo que desde fines de los 80 el déficit comercial y el de la cuenta corriente de esa economía mostraran un franco incremento. No obstante, el superávit de la cuenta capital compensaba con creces aquel desequilibrio, haciendo que las reservas internacionales aumentaran a un ritmo vertiginoso. Se argumentaba entonces que no importaba la distorsión cambiaria y el desequilibrio de las transacciones corrientes que ésta generaba, ya que la confianza y las posibilidades de inversión atraían ingentes capitales financieros. Más aún, su condición de país miembro de la CEE y del Sistema Monetario Europeo, reforzaba aquella confianza, concluyéndose que la necesidad y posibilidad de devaluación eran inexistentes.

¿Por qué devaluar si las reservas internacionales crecen sostenidamente, al punto de que las mismas son unas de las más altas del mundo? Se preguntaban muchos. De hecho, a fines de agosto de 1992 esas reservas eran similares a las de Alemania, y sólo superadas por las de los Estados Unidos y Japón. No obstante, surgió el convencimiento de que la devaluación era inminente por el elevado déficit comercial, produciéndose una masiva salida de capitales, una abrupta caída de reservas y una crisis cambiaria de importante dimensiones. Casos similares al de España se vivieron en Chile (1982), Venezuela (1983), México (1994), para sólo mencionar algunos.

El mensaje es claro: no debemos permitir que la sobrevaluación llegue a niveles críticos, argumentándose que las condiciones favorables a la entrada de capitales, el crecimiento de las reservas internacionales, o las mayores exportaciones de petróleo, hacen posible su materialización y expansión. Si bien una sobrevaluación creciente se puede mantener por un tiempo, a la larga la situación se hace insostenible, sobreviniendo la crisis.