

Mis charlas con Rogelio Pontón sobre el tipo de cambio y la tasa de interés

Rodolfo Rossi, ex presidente del Banco Central de la República Argentina

En mi larga amistad con Rogelio Pontón siempre un lugar importante en nuestras extensas charlas macroeconómicas lo ocupó la relación entre el tipo de cambio y la tasa de interés. Y, en este tema, siempre girábamos en torno a un grupo de ideas fundamentales que hoy quisiera reseñar en este humilde homenaje a Rogelio. Quizás porque ambos entendíamos que allí se encuentran las claves para un funcionamiento óptimo, eficiente y estable de las economías nacionales y mundial.

A modo de resumen, las ideas en las que tanto debatíamos, eran las siguientes:

- El tipo de cambio vincula los precios nacionales con los internacionales.
- En caso de aumentar la productividad de nuestra economía bajaría la tasa de interés y bajaría la relación cambiaria (revalorización del \$).
- En caso de disminuir la productividad de nuestra economía, aumentaría su tasa de interés y aumentaría la relación cambiaria (desvalorización del \$).
- El problema está en la emisión monetaria. Una emisión monetaria en exceso con relación a la oferta de bienes hace bajar artificialmente la tasa de interés, como si creciera la productividad y el ahorro. Ello lleva inevitablemente a la "sobreinversión" (inmovilización) y al aumento del gasto (público y privado). Esto es analizado por la teoría del ciclo de Von Hayek en su trabajo "Price and Production" en 1930.
- En los indicadores económicos de los países es fundamental observar la evolución de la cuentas externas separadas en:
 - Balanza de cuenta corriente del Balance de Pagos (exportaciones menos importaciones más o menos utilidades recibidas/pagadas al exterior, más o menos intereses recibidos/pagados al exterior y
 - Balanza de cuenta capital y financiera.
 - Los saldos respectivos (sumados o restados, según corresponda) determinará la variación de Reservas del Banco Central.
- Un tipo de cambio alto (Peso subvaluado) determina una tasa de interés baja y un saldo positivo de la cuenta corriente del Balance de Pagos y un saldo negativo de la cuenta capital y financiera.
- Un tipo de cambio bajo (Peso sobrevaluado) determina una tasa de interés alta y un saldo negativo de la cuenta corriente del Balance de Pagos y un saldo positivo de la cuenta capital y financiera.
- Es notable observar que las tasas de interés nacional e internacionales siempre tienden a su igualación (arbitraje + ponderación de riesgo) y el factor de ajuste es el tipo de cambio.
- Como generalidad se puede afirmar:
 - La Balanza comercial positiva (exportaciones menos importaciones) es resultado de un tipo de cambio alto (tipo de cambio subvaluado, mayor productividad o mejores precios internacionales).
 - La Balanza de capitales y financiera positiva es resultado de una tasa de interés interna alta (tipo de cambio sobrevaluado).
- En cuanto a los capitales, se produce su ingreso al país porque los bienes nacionales son baratos, pero los rendimientos de los capitales son mayores cuando la moneda local está sobrevaluada.
- Con un tipo de cambio bajo (sobrevaloración de la moneda local) los capitales emigran (se van) porque la moneda extranjera es barata y también se gasta en moneda extranjera (en lugar de ahorrarla). La "buena moneda", que temporalmente está devaluada, se exporta conforme lo indica la Ley de Gresham.
- El gravísimo error de la convertibilidad (1991/2001) (entre otros) era el ingreso masivo de capitales atraídos por la tasa de interés asegurada con el tipo de cambio fijo. En breve plazo esos capitales se retiraban del país por estar el dólar

bajo (Peso sobrevaluado).

- Los altos precios internacionales de los productos básicos existentes desde el año 2002 hasta el 2010 determinaron una devaluación "per se" del 25% que favoreció a los países productores de materias primas. China y otros países asiáticos fueron grandes factorías de bienes terminados que coadyuvaron a que no hubiera una importante inflación internacional.

- Las metas de toda buena administración gubernamental son: Estabilidad, Crecimiento, Ocupación. En su relación externa el objetivo cuantitativo de nuestro país es obtener un determinado saldo positivo de la cuenta corriente del Balance de Pagos, que siendo ahorro líquido nacional integra las Reservas y no tiene efecto inflacionario.

- Tal objetivo comprometido por la vigencia de un tipo de cambio alto (\$ subvaluado) es una necesidad frente a la existencia actual de sentencias judiciales en Tribunales de EEUU que determinan la posibilidad de una reconsideración del endeudamiento externo argentino previamente reestructurado, pero no satisfactorio para la totalidad de los acreedores precisamente no ingresados en las refinanciaciones de los años 2005 y 2010. Se requiere un saldo comercial favorable, ganar reservas y disminuir realmente el endeudamiento.

- El dilema es que el tipo de cambio alto es inflacionario ya que los precios nacionales se irán adecuando a los valores internacionales. Ello determinaría una mayor tasa de interés doméstica que se realimentaría con el mayor ingreso de capitales.

- Por su parte la mayor absorción monetaria que realizaría el Banco Central traería aparejado un aumento de la tasa de interés que realimentaría un mayor ingreso de capitales.

- En virtud de ello el valor del dólar (relación \$/US\$) no puede permanecer fijo porque determinaría un beneficio seguro al capital especulativo.

- La posición gubernamental debería ser la de reducir la inflación disminuyendo seriamente el gasto público e incluso la carga fiscal con un gran estímulo a la inversión productiva incentivando la competencia y el perfeccionamiento de toda actividad laboral nacional.

- La disciplina "Vinculación del Tipo de cambio con la Tasa de Interés" requiere un permanente análisis y objetividad de aplicación. Como la que tenía Rogelio y que hoy tanto extrañamos con su ausencia.