

Esta serie de artículos ha de-  
jado sistemáticamente fuera de  
su enfoque el período que se  
inicia en 1974, básicamente  
porque la teoría monetaria que  
estábamos aplicando no resulta  
pertinente de manera directa  
respecto de una economía abier-  
ta con tipo de cambio fijo (y sin  
control de cambios). De manera  
fundamental, por supuesto, la  
teoría monetaria es una sola,  
pero sus enseñanzas difieren  
naturalmente cuando los he-  
chos que ella debe explicar  
varían también significativamen-  
te. Procuremos aclarar nuestro  
tema con un ejemplo, y por afini-  
dad con las cuestiones que han  
estado ocupándonos principal-  
mente, lo extraeremos de la teo-  
ría de la inflación.

■ La inflación en una  
economía cerrada

Hagamos un experimento inte-  
lectual. Imaginemos un país to-  
talmente autosuficiente, despro-  
visto de toda relación con el res-  
to del mundo, en el cual haya  
un sistema de papel moneda  
inconvertible. ¿Qué nos dice la  
teoría monetaria respecto de  
ese país y el valor de su moneda?  
Nos dice que la cantidad de  
dinero real que tenga la pobla-  
ción tiene que ser demandada.  
En otras palabras, la gente  
tiene que querer tenerla. De lo  
contrario, se pondrá en marcha  
un proceso de ajuste que lleva-  
rá la cantidad real de dinero  
existente en coincidir con la de-  
seada. Dicho en lenguaje más  
técnico, la oferta se ajustará  
a la demanda.

¿Cómo se mide la cantidad  
real de dinero? Supongamos que  
la unidad monetaria de la econo-  
mía cerrada que estamos anali-  
zando se llama "peso". Defina-  
mos una canasta de bienes tal  
que en período 0 —inicial de  
nuestro análisis— puede ser  
adquirida por un peso. Si en el  
período 1 los precios se doblan,  
es claro que cada peso  
puede comprar la mitad de la  
canasta definida. Más precisa-  
mente: si  $P_0(=1)$  es el precio  
inicial de la canasta, y en el  
período siguiente se duplica  
( $P_1 = 2P_0$ ) el valor de un peso  
en bienes, se pasa a ser igual a

$$\frac{1}{P_1} = \frac{1}{2P_0} = \frac{1}{2}$$

Por lo mismo en el período 0  
el valor real de un peso es

$$\frac{1}{P_0} (=1)$$

Y si llamamos  $M_0$  a la can-  
tidad total de pesos en circula-  
ción, digamos: mil millones, la  
cantidad real de dinero será igual  
a  $M_0$  veces el valor real de un  
peso, o sea  $M_0 \frac{1}{P_0} = \frac{M_0}{P_0}$

¿Qué pasaría si, como decí-  
mos más arriba, los precios pa-  
ra el período 1 de doblaran  
( $P_1 = 2P_0$ ) permaneciendo  
igual la cantidad de dinero en  
circulación ( $M_1 = M_0$ )? Pues  
tendríamos que la cantidad real  
de dinero sería  $M_0$ , o sea que se

$$2P_0$$

habría reducido a la mitad.

El principio básico que nos en-  
seña la teoría monetaria (la gen-  
te tiene en definitiva la cantidad  
real de dinero que quiere tener)  
nos lleva a predecir que ninguna  
situación ni remotamente seme-  
jante a la que acabamos de plan-  
tear como hipótesis podría lle-  
gar a concretarse. Si el producto  
nacional, o el ingreso nacional, o  
la riqueza nacional, no ha experi-  
mentado alguna forma de colap-  
so, el público no se avendrá a  
ver reducir apreciablemente sus  
tenencias de dinero.

Hay muchas hipótesis verosí-  
miles de alzas de precios sin cam-  
bio en la cantidad de dinero, pero  
todas conducen a situaciones  
de desequilibrio, y éstas tienden  
a revertirse. Supongamos que en  
la economía cerrada de nuestro  
ejemplo fracasa la cosecha de  
trigo. No solo sube el precio del  
pan, sino también, al elevarse el  
costo de la vida, sube el salario  
nominal, y así sobreviene un alza  
generalizada de precios, que a  
su vez pondrá en marcha una  
nueva reclamación salarial...  
Pero la espiral costos-precios no  
tiene probabilidades de conti-  
nuar si la cantidad de dinero per-  
manece constante.

La gente no conserva dinero  
porque sí, sino en razón de los

Dinero, soberanía y bienestar (XVII)

Dinero y economía abierta

servicios que este activo le rinde.  
Tener dinero implica un costo,  
ya que el dinero que en prome-  
dio se mantiene limita implícita-  
mente la compra de bienes de  
consumo, o de activos reditu-  
ables, y si el comportamiento  
de la gente es racional, como la  
teoría económica postula, es  
preciso concluir que los costos y  
la utilidad en algún sentido se  
equilibran. Si comienzan a subir  
los precios, como imaginábamos,  
la cantidad real de dinero ( $\frac{M}{P}$ ) va

a contraerse, pero debemos apre-  
ciar que esto provocará un dese-  
quilibrio. Al tener la gente me-  
nos dinero real (el nominal no  
interesa) del que desea, querrá  
recomponer sus existencias de  
caja hasta el nivel anterior. Con  
tal fin reducirá sus gastos y ofre-  
cerá en los mercados más bienes  
y servicios, y más activos. Habrá  
una demanda excedente de dine-  
ro, y una oferta excedente de  
todo lo demás. Esta oferta exce-  
dente presionará los precios en  
sentido bajista. El equilibrio se  
reestablecerá sólo cuando la gen-  
te vuelva a tener el dinero real  
que desea; es decir, cuando los  
precios hayan recobrado su ni-  
vel inicial.

Planteémonos ahora una hipó-  
tesis distinta. De pronto se do-  
bla la cantidad de dinero (diga-  
mos, el gobierno durante un  
tiempo deja de recaudar impus-  
tos y paga todo el presupuesto  
imprimiendo billetes) y los pre-  
cios permanecen constantes. Es  
decir que  $M_1 = 2M_0$  y  $P_1 =$   
 $P_0$ . La cantidad de dinero será  
 $2M_0$ , o sea que se habrá dupli-

cado. La teoría monetaria nos  
dice igualmente que esa situa-  
ción no podrá mantenerse. La  
gente no querrá tener el doble  
de dinero real que antes. De he-  
cho vendrá sobrándole la mitad  
de la caja que tenga, y procurará  
desembarazarse de ella. Ahora  
bien, en esta economía cerrada  
la salida de caja de uno es la en-  
trada de caja de otro. Ningún  
volumen de transacciones puede  
afectar en una unidad siquiera la  
cantidad nominal de dinero. Pero  
la oferta excedente de dinero  
implicará una demanda exceden-  
te de todo lo demás, y ello em-  
pujará los precios en un sentido  
alcista. Cuando el nivel de pre-  
cios llegue a doblarse ( $P_1 =$   
 $2P_0$ ) la cantidad real de dinero  
( $\frac{2M_0}{2P_0} = M_0$ ) habrá recobrado

su nivel inicial y a condición de  
que la expansión monetaria se  
detenga, y el público crea que se  
ha detenido el equilibrio se ha-  
brá restablecido.  
Básicamente este es el proceso  
de la inflación en una economía  
cerrada. Básicamente también,  
es el modelo que hemos estado  
utilizando para estudiar la infla-  
ción uruguaya hasta 1973. Ello  
se debe a que el modelo es tam-  
bién válido, bajo condiciones  
especiales, para economías abier-  
tas. Antes de examinar el caso  
que más directamente nos con-  
cierne —control de cambios— ocu-  
pémonos del más típico: el ré-  
gimen de tipo de cambio fluc-  
tuante.

■ La inflación con tipo de  
cambio fluctuante

La traducción del modelo de  
economía cerrada a una econo-  
mía con tipo de cambio fluc-  
tuante es sencilla. En cierto mo-  
do basta considerar que la mo-  
neda extranjera es un bien más,  
y que la teoría de su precio se  
integra en la teoría del nivel ge-  
neral de los precios.

Lo que transforma a la mon-  
eda extranjera en un bien cualita-  
tivamente distinto en un ré-  
gimen de cambio fijo, es el com-  
promiso que tal sistema implica  
para la autoridad monetaria de  
comprar y vender divisas a un  
precio determinado, y por lo  
tanto la posibilidad que ello abre  
a los tenedores de caja en con-  
junto para modificar el nivel no-  
minal agregado de ese activo, lo  
que acabamos de ver era imposi-  
ble con tipo de cambio fluc-  
tuante. Si con tipo de cambio fluc-  
tuante las divisas son bienes co-

mo otros cualesquiera, sus pre-  
cios dependen de su oferta y su  
demanda. Y su oferta depende-  
rá de la expansión monetaria en  
el resto del mundo.

Para apreciarlo mejor, volva-  
mos a nuestro modelo imagina-  
rio de una economía totalmente  
cerrada, cuya unidad monetaria  
se llamaba "peso". Abrámosla  
ahora, suponiendo la existencia  
de un segundo país que comer-  
cia con el primero, cuya unidad  
monetaria se llama "dólar", y  
postulemos que inicialmente un  
dólar vale un peso. Supongamos  
que, mientras en el país del dólar  
la oferta monetaria permanece  
estable, en el país del peso se  
duplica. Es fácil ver que si, como  
sabemos,  $2M_0$  conduce a  $2P_0$ ,  
conducirá igualmente a que el  
precio del dólar pase de 1 a 2.  
Los precios de los bienes que el  
país del peso importe del país  
del dólar (donde no habrán cam-  
biado) también se habrán dupli-  
cado en pesos. Los precios rela-  
tivos continuarán invariables. Si  
la oferta de dólares también se  
hubiese duplicado, los precios se  
habrían multiplicado por 2 en  
ambos países, y el tipo de cam-  
bio permanecería igual a 1. Los  
precios relativos de los bienes  
también continuarían sin varia-  
ción.

¿Qué pasaría si la cantidad de  
dólares se doblase, permanecien-  
do la de pesos constante? Los  
precios en el país del dólar,  
como sabemos, también se do-  
blarían. ¿Esto significa que el  
país del peso encontraría más  
caras las importaciones, y de tal  
modo importaría la inflación  
extranjera? No, porque al doblarse  
la oferta de dólares su precio se  
reduciría a la mitad (o se doblaría  
el precio del peso en dólares,  
que es lo mismo) y el precio re-  
lativo de las importaciones en el  
país del peso continuaría inalte-  
rable.

Consecuentemente, controlan-  
do su oferta monetaria, un país  
controla su nivel de precios. No  
controla, inversamente, el tipo  
de cambio de su moneda con las  
demás. Para que el tipo de cam-  
bio permanezca estable no basta  
con mantener fija la oferta de la  
propia moneda. Es necesario  
que los demás hagan otro tanto.  
O que la tasa de expansión mo-  
netaria sea igual en todas partes.

■ La inflación con control de  
cambios

El control de cambios se confi-  
gura cuando hay tipo de cambio  
fijo, pero la compra de divisas  
está sujeta a restricciones. La  
autoridad monetaria tiene una  
ventanilla del dólar abierta, pero  
no cualquiera puede acudir a  
ella, y los que pueden acudir a  
ella solo pueden comprar una  
cantidad máxima de dólares. De  
modo que con este sistema, que  
rigió en nuestro país durante ca-  
si todo el período que hemos  
examinado en estos artículos, si  
existe una oferta excedente de  
dinero, el ajuste no puede hacer-  
se por conversión del excedente  
en divisas, o sea por variación de  
la cantidad nominal de dinero, si-  
no que la adaptación del stock  
real al nivel demandado debe ha-  
cerse a través del nivel de pre-  
cios, igual que en el régimen de  
tipo de cambio fluctuante.

Inversamente, si la expansión  
monetaria externa es mayor que  
la propia, el control de cambios  
no impide que aumenten las re-  
servas (aumento que nunca ocu-  
rre en una flotación libre) y como  
las reservas adicionales son  
compradas por la autoridad mo-  
netaria (suele decirse que "se  
monetizan") dan lugar a una  
expansión monetaria también  
interna, por lo cual la inflación  
exterior se transmite con este sis-  
tema al propio país, y ya no es  
cierto, como veíamos que ocu-  
rría con la flotación libre, que la  
autoridad monetaria pueda regu-  
lar el nivel de precios interno a  
través del manejo de la oferta  
monetaria.

Un punto que no debemos de-  
jar de lado es el papel especial  
que el tipo de cambio desempe-  
ña en un régimen de control de  
cambios. Este sistema puede  
verse como un método para  
mantener la propia moneda sob-  
revaluada. Volvamos al modelo  
de dos países, el del peso y el

del dólar, cuyo tipo de cambio  
al comienzo es la unidad. Supo-  
ngamos que la oferta de pesos  
se duplica, mientras la de dóla-  
res permanece constante. Con  
un sistema de tipo de cambio  
fluctuante sabemos que el nivel  
de precios se duplicaría en el  
primer país, y que otro tanto  
ocurriría con el precio del dólar.  
Con tipo de cambio fijo, según  
apreciamos dentro de un instan-  
te, la autoridad monetaria se ve-  
ría presumiblemente obligada a  
devaluar un 100 o/o, lo que har-  
ría subir a todos los precios al  
doble, y haría retornar la can-  
tidad real de dinero a su nivel  
inicial. El control de cambios  
procura mantener el tipo de  
cambio inicial, de 1. Como a ese  
tipo de cambio la gente querría  
cambiar la mitad de sus pesos  
por dólares, la autoridad restrin-  
ge la compra de divisas (las raciona-  
ciona). No puede, sin embargo,  
evitar que los precios suban como  
consecuencia de la oferta exce-  
dente de dinero. La conserva-  
ción del viejo tipo de cambio no  
evita la inflación. La baratura  
del dólar significa simplemente  
una ganancia para los titulares  
de tarjetas de racionamiento para  
comprar dólares (que en el  
Uruguay solieron llamarse "cupos  
de importación") circuns-  
tancia que suele allegar a la in-  
flación un contingente impor-  
tante de intereses creados (dife-  
rente de los que ya vimos). La  
consiguiente transferencia de ri-  
queza queda a cargo de los con-  
sumidores, que suelen ser un  
conjunto inerte, y de los ex-  
portadores, que con el tiempo  
organizan lobby contra la sobre-  
valuación de la moneda, y even-  
tualmente consiguen una devalu-  
ación, con lo que se inicia un  
nuevo ciclo de inflación, sobre-  
valuación monetaria, y protesta  
de los exportadores. Desde este  
ángulo, el tipo de cambio se per-  
cibe como un factor que deter-  
mina los precios relativos de los  
bienes exportables por un lado,  
y los importables y no comercia-  
bles por otro. Su papel en el  
ajuste de la cantidad real de di-  
nero, que enseguida apreciáre-  
mos como característico del sis-  
tema de cambio fijo, no se da  
bajo el control de cambios, por-  
que ese ajuste se verifica a través  
del nivel de los precios (igual  
que si el tipo de cambio fuera  
fluctuante).

■ La inflación con tipo de  
cambio fijo

Vamos a referirnos ahora al sis-  
tema en que la autoridad moneta-  
ria fija el precio de las divisas  
(o de la moneda propia, lo que  
está implícito en lo anterior, ya  
que el precio de la propia mo-  
neda en términos de una divisa  
es el inverso del tipo de cambio  
respectivo) y vamos a suponer  
que la economía a analizar po-  
see un grado muy alto de aper-  
tura: no hay restricciones a las  
operaciones de cambio, y los  
obstáculos al comercio exterior  
son pequeños. Distinguiremos  
tres clases de bienes: exporta-  
bles, importables y no comercia-  
bles internacionalmente.  
Dado el tipo de cambio, la in-  
fluencia de los precios externos  
sobre los internos de los bienes  
exportables e importables es di-  
recta y total. (Nótese que con  
control de cambios los bienes  
importables no están determina-  
dos por los precios externos, en  
virtud de la limitación de la  
oferta derivada del racionamien-  
to de divisas). Quedan los bie-  
nes no comerciables, en su  
mayoría servicios, como cortes de  
pelo o transporte colectivo. Pero  
a través de la sustitución, tanto  
en la producción como en el  
consumo, la misma influencia se  
hace sentir también sobre éstos.  
Si el precio relativo de los bienes  
no comerciables desciende, los  
recursos se desplazan de su pro-  
ducción a la de bienes interna-  
cionalmente comerciables (los  
peluqueros se emplean en fá-  
bricas de pelucas); ello reduce la  
oferta de bienes no comerciables  
y hace subir su precio relativo; y  
obviamente ocurre lo inverso si  
el precio relativo de los no co-  
merciables sube (los obreros de  
las fábricas de pelucas abren pe-  
luquerías, etc.). La sustitución  
puede ser también en el consu-

mo. Si sube el precio relativo del  
pasaje de ómnibus (bien no co-  
merciabile) algunos pasajeros  
sustituirán los viajes en ómnibus  
por la compra de bicicletas (bien  
comerciable), deprimiendo la  
demanda de los primeros, y por  
tanto su precio relativo. Etcéte-  
ra. Como el lector tal vez pueda  
intuir, si la economía es bastan-  
te abierta, es difícil que los pre-  
cios de los bienes no comercia-  
bles puedan apartarse significa-  
tivamente o duraderamente del nivel  
de los precios de los bienes co-  
merciables.

El principio (sobre el cual vol-  
veremos con calma cuando ana-  
licemos el período más reciente  
de la economía uruguaya) nos  
dice que si controlamos el tipo  
de cambio obtenemos una medi-  
da relativa de control, sobre el  
nivel de los precios. No es un  
control absoluto, como el que  
proporciona el control moneta-  
rio con flotación libre, sino rela-  
tivo: la tasa de inflación interna  
pasa a ser igual a la internacio-  
nal. Para volver a nuestro ejem-  
plo, si el país de los pesos logra  
mantener constante el tipo de  
cambio de un peso por dólar (u  
otro tipo de cambio cualquiera),  
y el país del dólar tiene una in-  
flación del 10 o/o, el país del

de cambios. En ambos casos la  
variable de ajuste del desequili-  
brio por oferta excedente de di-  
nero se desplazará, de la canti-  
dad nominal de pesos al nivel de  
los precios.

Pero la autoridad monetaria  
puede evitar (o procurar evitar)  
la pérdida de reservas mediante  
la devaluación. Si se ha dupli-  
cado la oferta de pesos ( $M_1 =$   
 $2M_0$ ), inmediatamente la autori-  
dad monetaria puede devaluar  
100 o/o, en cuyo caso, a un ti-  
po de cambio de 2, el nivel de  
precios en el país del peso se du-  
plicará, con lo cual la oferta ex-  
cedente de dinero se habrá des-  
vanecido ( $\frac{2M_0}{2P_0} = \frac{M_0}{P_0}$ ) El

único inconveniente radica en  
que el público pueda creer que  
ésta no es la devaluación, sino  
la primera devaluación de una  
serie, en cuyo caso querrá tener  
menos dinero real que  $M_0$ , y la  
 $P_0$   
pérdida de reservas continuará.  
(Sobre este problema, consultar  
directamente al Dr. Lorenzo Si-  
gaut, Buenos Aires).

A modo de resumen, constru-  
remos una tabla para mostrar los  
efectos de una expansión moneta-  
ria, tanto externa como inter-  
na, según el régimen cambiario.

Veamos primero las distintas  
combinaciones de la primera co-  
lumna. Si un país con tipo de  
cambio fluctuante expande (di-  
ferencialmente) su oferta moneta-  
ria (A - C) el ajuste se lleva a

Expansión monetaria	
(A) INTERNA	(B) EXTERNA
(C) Tipo de cambio fluctuante	Inflación / Apreciación de la moneda nacional
(D) Tipo de cambio fijo	Déficit de balanza de pagos / Inflación
(E) Control de cambios	Inflación / Inflación

peso va a tener la misma tasa de  
inflación, ya que los precios ex-  
ternos se van a reflejar directa-  
mente (bienes comerciables) o  
indirectamente (bienes no co-  
merciables) sobre los precios in-  
ternos.

¿Qué ocurre si el país del peso  
duplica su oferta monetaria?  
Los precios internos no van a  
poder subir, porque se hallan  
acotados por los precios exter-  
nos, de modo que la expansión  
monetaria no va a generar direc-  
tamente inflación. El desequili-  
brio, que por supuesto no va a  
dejar de sobrevenir, por oferta  
excedente de dinero, va a tener  
otro sendero de ajuste: la gente  
va a llevar la oferta excedentaria  
de pesos a la ventanilla del dó-  
lar, y va a proceder a su conver-  
sión. De tal modo, la variable  
que va a ajustarse no es el de-  
nominador del dinero real ( $\frac{M}{P}$ )

como en todos los sistemas  
anteriores, sino el numerador.

Ese ajuste puede frustrarse si  
no hay reservas suficientes en  
poder de la autoridad moneta-  
ria. Faltando el nivel adecuado  
de reservas, el sistema de cambio  
fijo no puede continuar. Se debe  
dejar flotar la moneda, o alter-  
nativamente instituir el contro-

cabo a través de la inflación in-  
terna. Si el país tiene tipo de  
cambio fijo (A - D) el ajuste se  
hace a través de la eliminación  
de la oferta excedente a través  
de la ventanilla del dólar. Si el  
gobierno cree que ha estado fi-  
nanciando el déficit fiscal emi-  
tiendo billetes, en realidad lo ha  
estado financiando con parte del  
stock de reservas. Si el país tiene  
control de cambio (A - E) el  
ajuste es igual que en el primer  
caso.

Si es el resto del mundo el que  
registra una expansión moneta-  
ria diferencial, con flotación li-  
bre (B - C) el alza de los precios  
externos queda compensada con  
el aumento del valor de la mo-  
neda del propio país (baja del tipo  
de cambio). Con tipo de cambio  
fijo (B - D), la inflación exterior  
se importa. Con control de cam-  
bios (B - E) ocurre lo mismo, ya  
que el control de cambios no es  
operativo en general frente a un  
superávit de balanza de pagos (al  
menos en cuenta corriente, p. ej.,  
un superávit de balanza comer-  
cial) y las cosas ocurren igual  
que con tipo de cambio fijo. El  
sesgo pro-inflacionista del con-  
trol de cambios es, pues, eviden-  
te.

R.D.

BUSQUEDA

SEMANAL

SUSCRIBASE

Tels. 91 01 43 - 90 20 10