

Hemos dedicado considerable atención en los últimos artículos a la implantación del control de cambios, examinando los fundamentos que determinaron su adopción en 1931, y luego en las tres oportunidades en que se reimplantó. Nos resta examinar cómo funcionó en los hechos, y ofrecer una evaluación de la institución.

Hoy vamos a concentrar nuestra atención en la balanza de pagos de Uruguay durante un lapso de 31 años, de los cuales sólo ocho (1960-62 y 1975-80) transcurrieron íntegramente sin control de cambios, y cuatro (1950, '51, '63 y '75) lo experimentaron parcialmente. Aproximadamente un tercio de la muestra, pues, puede tomarse como representativa de la experiencia de tipo de cambio fijo sin control de cambios, y dos tercios como representativa del tipo de cambio fijo con esa clase de control.

Un vistazo general

Comencemos dividiendo la muestra en subperíodos suficientemente prolongados, y asociándolos a números suficientemente sencillos (a costa de cierta pérdida de precisión), como para lograr una visión global del tema. Los datos obtenidos, que el Cuadro 1 recoge, sugieren algunas comprobaciones preliminares.

Cuadro 1: Saldos de la balanza de pagos de Uruguay, promedio de períodos (cantidades en porcentajes del PBI). Table with columns: Período, Cuenta corriente, Cuenta de capital, Saldo global. Rows: 1950-55, 1956-61, 1962-67, 1968-73, 1974-80.

En primer lugar, el control de cambios no eliminó el déficit. Al contrario, la pérdida de reservas durante el cuarto de siglo 1950-74, en que el control de cambios predominó ampliamente, superó los 600 millones de dólares de 1980. Prácticamente el mismo superávit global fue totalizado en los seis años subsiguientes, sin control de cambios.

Las condiciones del mercado internacional respecto de los productos exportables uruguayos, y de los bienes importables, ambas resumibles en la razón o cociente entre medios de exportación e importación, o "términos del intercambio", que suelen juzgarse pertinentes para explicar el saldo de la cuenta corriente, fueron enormemente más favorables en el período 1950-73 que después del alza del precio del petróleo y la caída del precio de la carne caecidos en 1974. Los términos del intercambio cayeron, en efecto, cosa de un 40 o/o por término medio desde 1974 en comparación con el promedio de 1950-73. De modo que no será fácil encontrar factores externos a la economía uruguaya que puedan dar cuenta de la superioridad de resultados obtenidos sin control de cambios.

En segundo lugar, parece oportuno notar que la cuenta corriente muestra saldos negativos en todos los períodos menos uno (1962-

Dinero, soberanía y bienestar (XXIII)

Las cuentas externas entre 1950 y 1980

67), que es precisamente el período en que el déficit global es mayor que en cualquier otro.

En tercer lugar, observamos que los signos de las cuentas corrientes y de capital son distintos en todos los períodos. Lo que viene a ser igual, hay una correlación negativa muy visible entre los saldos de dichas dos cuentas.

En cuarto lugar, en estrecha conexión con lo anterior, comprobamos que de los dos saldos enfrentados en cada período, el de la cuenta de capital es el dominante en tres de los cinco (en el sentido de que su valor absoluto es mayor que el de la cuenta corriente, y determina el signo del saldo global).

En quinto y último lugar, un punto que hoy solo anotaremos para volver sobre él en otra ocasión: nos encontramos con que el último período, a la vez que muestra un saldo global semejante a los restantes (si bien es el máximo) exhibe en las cuentas parciales saldos mucho mayores que los demás.

Será preciso que inquiramos sobre las implicaciones teóricas de estas comprobaciones empíricas, pero desde ya parece del caso señalar

dores como productores. El tener una cierta cantidad de dinero en una fecha dada implica para cada uno de ellos tener menos de otros activos (o mantener un endeudamiento mayor). Ello es indicativo de que el dinero rinde una cierta utilidad, que solemos llamar "liquidez", la que hace que los agentes económicos quieran tener una cierta cantidad de dinero, en particular, dadas ciertas determinantes esenciales, y no cualquier otra.

La cantidad de dinero que se demanda —he aquí un aspecto fundamental de la teoría monetaria— es una cantidad real, medible en términos de poder de compra. La cantidad nominal de dinero, con prescindencia del nivel de los precios, carece de toda significación respecto de la demanda por los activos monetarios.

Un corolario obvio de esta proposición es que la autoridad monetaria no puede controlar la cantidad real de dinero que tenga el público. Si tuviera ese poder, la cantidad real de dinero existente en una economía estaría determinada por la oferta de dinero, que la autoridad monetaria sí puede (bajo ciertos arreglos institucionales) controlar, y la gente estaría obligada a tener la cantidad real de dinero que quisiera el gobierno. Esto se ha revelado imposible bajo cualquier arreglo institucional.

El sistema de flotación limpia del tipo de cambio es el que brinda a la autoridad monetaria un máximo control sobre la oferta de dinero. La base monetaria (es decir, los pasivos de la autoridad monetaria representados por la emisión de billetes y los depósitos a la vista de los bancos comerciales) sólo puede variar a través de las operaciones de crédito de la autoridad monetaria (compra y venta de activos financieros a la banca comercial y al gobierno), ya que las reservas internacionales se hallan desconectadas del sistema monetario. Si el banco central redescuenta efectos de comercio, o financia el déficit fiscal, inevitablemente expandirá la base monetaria. Como esto a su vez implica un aumento de las reservas líquidas de los bancos éstos incrementarán sus colocaciones, y en definitiva la oferta monetaria, como quiera que la definamos (v. gr. M-1, o M-2), aumentará aproximadamente en la misma proporción.

Pero si ese agregado monetario no es demandado por el público, su incremento terminará por ser puramente nominal, al quedar anulado por el aumento de los precios. En términos reales, luego de un período de, desequilibrio, de cuya evolución posible no tenemos tiempo de ocuparnos, todo terminará en definitiva igual que antes. Si la expansión monetaria causante del desequilibrio genera expectativas de más inflación aún, la cantidad real de dinero terminará por ser menor aún que antes.

La "variable de ajuste" en ese caso sería el nivel de los precios, que el público empujaría al alza en su intento de librarse de los saldos reales excedentarios que la expansión operada por la autoridad monetaria habría

intentado imponerle. Con un sistema de cambio fijo, que lleva implícita la existencia de una "ventanilla del dólar" en el banco central, los agentes económicos no querrán pujar por los recursos reales mientras los precios de éstos suben. En lugar de ello preferirán acudir a la autoridad monetaria para que les canjee sus disponibilidades excedentarias de caja por divisas, lo que les permitirá importar bienes y comprar activos en el exterior. Ahora la "variable de ajuste" es el stock de reservas internacionales, que a su vez representa una de las contrapartidas (la otra es el crédito interno) de la base monetaria.

¿Cómo impedir que las reservas se esfumen cuando el banco central incurre en una expansión monetaria exagerada (superior a la que el público demanda)? Pues, sencillamente, haciendo que opere la misma "variable de ajuste" que actuaba en la hipótesis de tipo de cambio fluctuante, el nivel de los precios. Y esto a su vez puede procurarse de dos maneras: una, devaluando; la otra, imponiendo el control de cambios (con la consiguiente dificultad para incrementar las importaciones).

Preguntemos ahora cómo puede este enfoque teórico ayudarnos a comprender los hechos, comenzando por la correlación negativa entre los saldos de las cuentas corriente y de capital que comprobábamos al principio.

Supongamos que la demanda por dinero de una cierta comunidad crece al mismo ritmo que el producto social, y que esta demanda incremental es satisfecha exactamente por la expansión crediticia que lleva a cabo la autoridad monetaria. En esas condiciones es obvio que el crecimiento de las reservas internacionales compatible con el equilibrio monetario es cero. En esas circunstancias imaginemos que se genera por alguna razón una corriente de inversión de los residentes de un país vecino en inmuebles del propio país. El primer efecto del consiguiente saldo positivo en cuenta de capital sería un incremento en las reservas de la autoridad monetaria. Este pondría a su vez en marcha una expansión de la oferta de dinero, que provocaría un desequilibrio monetario por exceso de oferta. La gente expandiría su gasto para ajustar sus existencias de caja al nivel deseado. Los únicos bienes que no tienden a subir de precio en tales circunstancias son los internacionalmente comerciables. Los agentes económicos del país aumentarían sus compras de bienes importables (aumentando las importaciones) y de bienes exportables (reduciendo las exportaciones). De tal manera, el dinero que había entrado por la cuenta de capital terminaría saliendo a través de la cuenta corriente.

Lo inverso ocurriría en el país exportador de capital, si suponemos también a su propósito que el punto de partida era de equilibrio. La salida de capital ocasionaría una pérdida de reservas, que a su vez repercutiría en una contracción de la oferta de dinero (vía reducción de la

base monetaria). Sobreveniría entonces un desequilibrio en el mercado de dinero por exceso de demanda. Para reponer sus saldos de caja al nivel deseado, los residentes del país vecino reducirían sus compras de importables (reduciendo las importaciones) y de exportables (aumentando las exportaciones), y el dinero que había salido por la cuenta de capital terminaría regresando por la cuenta corriente.

Es fácil intuir que las ilustraciones podrían multiplicarse para cubrir otras hipótesis en cuanto al origen de la perturbación del equilibrio. El mecanismo que conecta las dos cuentas parciales en una correlación negativa en función del saldo global, único que afecta la oferta de dinero, es sustancialmente siempre el mismo.

Déficit y superávit en el período bajo estudio

Tenemos que ver si la teoría monetaria nos sirve para interpretar los demás acontecimientos de nuestra balanza de pagos en el período 1950-80. Con tal fin vamos a agrupar los años, no según una serie cronológica, sino según los saldos arrojadados en cada uno de ellos. La

cluye 5 años: 1950, '53, '68, '76 y '77. Media: 3,9 o/o.

El propósito de este ejercicio consiste en enumerar algunas otras características de los años de cada clase, respecto de los cuales la teoría monetaria sugiere vinculación con el resultado de la balanza de pagos. En tal sentido hemos seleccionado tres tasas de crecimiento: del crédito interno neto de la autoridad monetaria, del nivel de los precios, y del producto social. A continuación precisamos su identificación y las razones porque fueron seleccionadas.

1. Incremento del crédito interno neto de la autoridad monetaria.

Equivale al crecimiento de la base monetaria no atribuible a variación de reservas. Se mide en puntos porcentuales del PBI. Su relación con la variación de reservas resulta directamente de lo dicho: cuando mayor la expansión del crédito interno, mayor también la probabilidad de que las reservas se contraigan.

2. Crecimiento del nivel de los precios.

Se seleccionó el índice de precios de bienes de consumo y su tasa de crecimiento se expresa como variación porcentual de la propia variable. La relación con el saldo de la balanza de pagos también resulta de lo dicho: cuanto mayor el alza de precios, para una cierta expansión

Cuadro 2: Análisis de los saldos de la balanza de pagos (1950-80)

Table with columns: Clases de años (A, B, C, D), Variable a explicar (a), Variables explicativas (a). Rows: Incremento medio de reservas, 1. Crecimiento del crédito interno, 2. Crecimiento del nivel de los precios, 3. Crecimiento del producto social.

(a) Las variables son medias anuales para las clases de años A a D, definidas en el texto.

Fuentes: BCU, Direc. Gral. de Estadística y Censos, varias publicaciones.

unidad de medida será el punto porcentual del PBI. La media de los 31 años de la muestra fue de -0,2 o/o del PBI, y la desviación standard, que capta la dispersión de la muestra respecto de la media, de 2,9 o/o. Formando cuatro clases, dos del espesor de una desviación standard a ambos lados de la media, y dos abiertas, más allá en ambas direcciones, obtenemos la siguiente clasificación.

Clase A ("Grandes déficits"): años en que el saldo global de la balanza de pagos fue menor que -3,1 o/o del PBI. Comprende 5 años: 1951, '55, '57, '59 y '62. Media del déficit externo de los 5 años: -4,4 o/o.

Clase B ("Pequeños déficits"): años en que el saldo global estuvo entre -0,2 y -3,1 o/o del PBI. Comprende 10 años: 1954, '58, '60, '63, '64, '65, '70, '71, '74 y '75. Media: -1,8 o/o.

Clase C ("Pequeños superávits"): años en que el saldo estuvo entre más de -0,2 o/o y 2,7 o/o del PBI (abarca por lo tanto déficits entre 0 y -0,2 o/o). Incluye 11 años: 1952, '56, '61, '66, '67, '69, '72, '73, '78, '79 y '80. Media: 1,2 por ciento.

Clase D ("Grandes superávits"): años en que el saldo fue mayor que 2,7 o/o. In-

ción crediticia, menor el exceso de oferta de dinero, y menor por lo mismo también la caída probable de las reservas.

3. Crecimiento del producto social.

Hemos tomado el crecimiento proporcional del PBI, que usualmente se presume asociado a la tasa de incremento de la demanda por dinero, de modo tal que, para el enfoque monetario de la balanza de pagos, cuanto mayor el incremento del producto también mayor la expansión crediticia compatible con el equilibrio externo.

La meta de este ejercicio es ver si la primera línea del Cuadro 2 se vuelve inteligible a la luz que proyectan las cuatro variables explicativas listadas en el resto del cuadro.

Comencemos comparando los extremos de la serie de reservas (clases A y D) con los valores correspondientes de la variable explicativa No. 1. Podemos apreciar que un déficit de -4,4 o/o aparece asociado con una expansión crediticia del 4,9 o/o y un superávit del 3,9 o/o con una contracción crediticia del -1,1 o/o.

La relación negativa entre las dos variables, prevista por la teoría, aparece fuertemente apoyada por (continúa en pág. 13)

Dinero, soberanía y bienestar

esta primera comparación. ¿Qué ocurre cuando incluimos en el análisis la columna C? Vemos que los pequeños déficits aparecen asociados a una expansión crediticia mayor aún que los grandes déficits. La impresión de que esto desdibuja la relación inicialmente observada se contrarresta, sin embargo, incluyendo en el análisis la siguiente variable explicativa. Apreciamos entonces que los grandes déficits se configuran en años en que una considerable expansión del crédito interno aparece combinada con una inflación moderada (lo que indica que el nivel de los precios no fue la "variable de ajuste" operativa) mientras que la expansión del crédito mayor aún de los años de la clase B surtió sus efectos básicamente sobre el nivel de los precios. ¿Por qué la diferencia? Como ya lo sabemos, la razón puede ser una de dos: o bien la aplicación del control de cambios más estricta en los años B que en los años A, o bien el recurso a la devaluación en los años B, con mayor intensidad que en los años A.

La variable explicativa No. 3 exhibe un orden creciente desde la clase A hasta la D. Ello sugiere dos reflexiones distintas. La primera, dentro del análisis que estamos desarrollando, en el sentido de que los mejores resultados de balanza de pa-

gos a medida que pasamos de izquierda a derecha por la primera línea del cuadro, se explican también en parte por una mayor demanda por dinero debida al crecimiento económico. En segundo lugar, desde un ángulo distinto, parece del caso hacer notar que, lejos de haber ayudado al crecimiento real, la expansión del crédito doméstico parece haberse hallado negativamente correlacionado con él.

Finalmente, cabría hacer notar que hemos completado una explicación de los saldos de la balanza de pagos sin referencia directa al control de cambios. En general los años sin control de cambios (1960 a 62, 1975 a 80) muestran en este aspecto un comportamiento decididamente superior a los otros —observen su ubicación en las cuatro clases— pero la razón de ello depende sin duda de manera importante de las variables a que hemos asignado un papel explicativo.

En todo caso, la tesis de que el Uruguay depende de alguna manera del control de cambios para su equilibrio externo resulta a esta altura —en que las razones teóricas han recibido el apoyo decisivo de la experiencia— totalmente inadmisibles.

R. D.