

Dinero, soberanía y bienestar (XXIV)

La inflación desde 1974

Nuestro estudio de la inflación uruguaya en esta serie (Búsqueda, Nos. 119 y 120), se detuvo en el año 1973. Como lo señalamos entonces, el enfoque teórico que aplicábamos para investigar el fenómeno desde 1940, perdía vigencia en 1974. Previamente, con excepciones pero de manera absolutamente dominante, la economía uruguaya podía considerarse una economía monetariamente cerrada, en razón del control de cambios, que rigió sólo con breves interrupciones a partir de 1931. Desde mediados de 1974, la eliminación del control de cambios la transformó en una economía monetariamente abierta.

■ Una teoría monetaria, dos teorías de la inflación

Una economía se percibe como monetariamente abierta cuando la autoridad compra y vende a precio fijo (no necesariamente constante a través del tiempo, pero fijo en el sentido de "fijado por la autoridad", ya fuere por un solo día) un cierto activo, ya sea una mercancía como el oro, ya una moneda como el dólar, que con ello se convierte en el patrón de valor, o numerario, de la economía.

La consecuencia fundamental de la apertura monetaria, al estudiar la inflación, consiste en lo siguiente. Supongamos que en un momento dado el gobierno comienza a expandir el crédito interno a una tasa mayor que antes, por ejemplo para prestarle a las empresas (redescuentos) o para financiar su propio déficit. Ello incrementa inevitablemente la cantidad nominal de dinero en poder del público. Si la economía se halla monetariamente cerrada, el público no tiene ninguna posibilidad de librarse del efectivo que el banco emisor ha lanzado al mercado. Lo que hará, al procurar librarse del stock de caja que estima excedentario, es hacer subir los precios. La suba de precios será el fenómeno que ajuste la oferta de dinero, en términos reales, a la demanda. En otras palabras, la expansión crediticia se volcará en inflación de manera muy directa.

Si, en cambio, la economía se halla monetariamente abierta, el público puede librarse de la oferta excedente de dinero canjeándose al banco central por divisas, sea para importar bienes o servicios, sea para invertir en el exterior. Obsérvese que la autoridad monetaria carece de control sobre la oferta nominal de dinero, la que se determina por la demanda de los agentes económicos. ¿Qué ocurre si el instituto emisor imprime billetes para otorgar crédito a la Tesorería, o a las empresas? Como en la hipótesis de economía cerrada, la cantidad real de dinero tampoco crecerá de manera duradera, pero mientras antes era el nivel de precios la variable que se movía para operar el ajuste, ahora lo será directamente la cantidad nominal de dinero. El aumento de crédito resultará compensado por una pérdida de reservas. Habrá, pues, un cambio en la composición de los activos del banco emisor. Lo demás seguirá igual que antes.

¿Cómo se determinan los precios en una economía monetariamente abierta? Y, por lo tanto, ¿cuál es la dinámica

de la inflación en esa clase de modelo?

Típicamente, en una economía abierta la variación de los precios internos se determina presumiendo constante el arancel, por la conjunción de dos factores: la variación de precios externos (en moneda extranjera) y la variación del tipo de cambio. Esto vale para los precios de los bienes que se comercian internacionalmente, por razones obvias; pero también vale para los bienes y servicios que se transan sólo en el ámbito doméstico, a través de la interconexión de los mercados, de la sustitución de unos bienes por otros, si se alteran los precios relativos de equilibrio, tanto en la producción como en el consumo.

Contrastemos esta conclusión con las que derivamos del análisis de economías monetariamente cerradas.

Acabamos de ver que en el modelo abierto usamos el tipo de cambio para explicar el nivel de los precios internos. Si la economía es monetariamente cerrada por ser de tipo de cambio libremente fluctuante, no podemos hacer semejante cosa. El tipo de cambio es un precio más, que se determina en un mercado libre. Si expandimos la oferta de dinero suben los precios, y entre ellos el tipo de cambio. Todo ello es la inflación; no algo que la explica.

Si la economía se halla monetariamente cerrada en razón del control de cambios, los precios de los bienes importables ya no se determinan por su costo (precio cif en moneda extranjera por tipo de cambio más arancel) sino que el mercado en que la oferta aparece constreñida por los contingentes fija precios de escasez, determinando al mismo tiempo renta económica pura para los titulares de los cupos o cuotas respectivos. El tipo de cambio queda, pues, desvinculado del nivel de los precios, a menos que la autoridad económica se cuide de irlo adaptando al nivel de precios interno. Gran parte de las discusiones que se desarrollan hoy en día en el Uruguay trasluce claramente la experiencia formativa de los participantes en ellas, acumulada en un régimen de control de cambios.

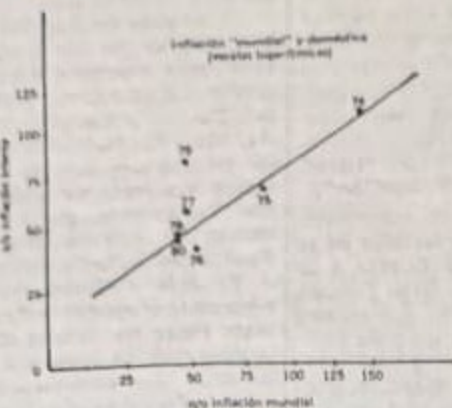
■ La inflación en una economía abierta

Antes de proseguir el enfoque teórico detengámonos a inquirir qué relación guarda lo dicho con los datos que han ido registrándose a partir de 1974. Como habíamos señalado, la teoría nos haría esperar una correlación positiva y estrecha entre la tasa de inflación internacional, aumentada por el ritmo de devaluaciones, por una parte, y la tasa de inflación interna por la otra.

Los resultados los hemos ilustrado en una gráfica. Como se verá, para 6 de los 7 años sobre los que tenemos datos (no los poseemos aún sobre inflación mundial para 1981) los resultados se conforman muy bien a los que a teoría nos lleva a esperar;

y hay un año —1979— que resulta atípico.

El contenido de la gráfica es el siguiente. En el eje horizontal medimos una variable compuesta, que llamamos inflación "mundial", resultante de combinar la tasa anual de crecimiento de



los valores unitarios de importación mundial (que podría tomarse como una expresión de la tasa de inflación mundial stricto sensu) y la tasa de devaluación anual del peso uruguayo. En el eje vertical medimos el porcentaje anual de incremento del índice del costo de la vida. Cada año determina una observación de la inflación "mundial" y la doméstica, que aparece sobre el diagrama como un punto identificado con el número del año. Vemos que todas las observaciones menos una se ubican muy cerca de una recta que describe la relación básica entre las variables que se miden en cada eje. Los parámetros que permiten dibujar esta recta fueron estimados prescindiendo del año 1979, por haberse entendido que su atipicidad tendería a desdibujar la relación existente entre las variables. Para los seis años incluidos en la investigación obtuvimos un coeficiente de determinación de 0,92, lo que significa que el 92 o/o de las variaciones de la inflación interna fueron atribuibles a la "mundial".

Olvídemnos por el momento el atípico año 1979, tomemos los seis restantes como una ilustración de lo que afirma la teoría, y volvamos a preguntarnos acerca de la dinámica de la inflación en una economía abierta.

Supongamos que nos hallamos en un país que no devalúa su moneda, dejando para dentro de un instante el examen de las condiciones para que ello sea viable. En ese caso la tasa "mundial" de inflación que actúa sobre el nivel de precios interno, tiene uno de los dos componentes de nuestra variable combinada —el componente cambiario— igual a cero. El país refleja internamente la inflación internacional —mundial estrictamente hablando, sin comillas— más algún componente aleatorio, que nunca falta, pero que puede ser positivo o negativo, y cuya media en el largo plazo tiende a cero.

En este sentido hay que destacar que una economía monetariamente abierta, no sólo ve limitada su tasa de inflación a la internacional, sino que no puede librarse de esa tasa de inflación, haga lo que hiciera. Un país que se sienta capaz de te-

ner una tasa de alza de precios menor que la mundial, y que sienta vocación por ello, debe cerrarse monetariamente adoptando un sistema de tipo de cambio libremente fluctuante.

Volviendo al modelo abierto, que es el que ahora

régimen de minidevaluaciones ha sido aplicado en varios países, el nuestro inclusive, de una manera que puede llevar a una tasa exagerada de devaluaciones, al menos desde el punto de vista en que nos hemos situado. Es lo que puede ocurrir si las devaluaciones se determinan de manera de compensar la inflación pasada, y mantener por tanto el tipo real de cambio.

Con mayor detalle, esa política podría describirse en los siguientes términos. Supongamos que el país que estamos examinando enfrenta una inflación externa del 10 o/o. Supongamos también que la tasa interna de inflación es del 32 o/o. Si la autoridad monetaria se propone mantener el tipo real de cambio, devaluará a una tasa del 20 o/o ($1.1 \times 1.2 = 1.32$).

Ahora bien, esta inflación del 32 o/o genera ingresos para la autoridad monetaria. Esta imprime billetes con los cuales, por ejemplo, la Tesorería puede financiar su déficit. Pongamos que, por ejemplo, la base monetaria posee un tamaño tal que un incremento de un tercio al año aproximadamente permite financiar un déficit del 3 o/o del PBI, y que esa es, precisamente, la brecha fiscal que se debe cubrir. Entonces todo funciona como es debido, sea que la devaluación se calcule pensando en el tipo real de cambio, o en el déficit fiscal.

Pero se trata de una coincidencia. Supongamos que el país mejora su recaudación impositiva, o baja su gasto gubernamental, o hace ambas cosas a la vez, y con ello va reduciendo progresivamente su déficit fiscal. Ya no necesita devaluar tanto como antes, puesto que ahora requiere un impuesto inflacionario menor. Sin embargo, si continúa calculando las devaluaciones de modo de mantener constante el tipo real de cambio, seguirá devaluando a una tasa del 20 o/o y la inflación continuará a una tasa del 32 o/o. El público esperará esa tasa de inflación, y esa misma expectativa, compartida por los agentes económicos en general, hará que ella se cumpla. Y, como veremos en seguida, habrá dinero suficiente para que el incremento de los precios resulte viable.

Sin embargo, si el gobierno no tiene ya un déficit que absorba el impuesto inflacionario, posibilitado por la tasa de devaluaciones, el crédito interno descenderá. Las devaluaciones harán subir los precios a la misma tasa de antes, y por lo tanto harán que se demande más dinero; pero la Tesorería habrá dejado de suministrarlo a través de su déficit. Por consiguiente habrá una demanda excedente por dinero. En una economía monetariamente abierta, ello conduce a un superávit de balanza de pagos. Tal vez —no es el único mecanismo posible— la demanda excedente de saldos de caja haga subir internamente la tasa de interés, y atraiga un flujo de capital del exterior. El banco central, que había dejado de monetizar la deuda de la Tesorería comenzará ahora a monetizar el flujo

de capital externo. La oferta monetaria continuará ajustándose a la demanda, como sabemos que sucede siempre en un modelo abierto: la única diferencia es que la contrapartida de los pasivos monetarios incrementables del banco central, del lado de su activo, ahora serán reservas internacionales, y no deuda doméstica.

¿Qué alternativa tiene la autoridad monetaria de ese país? Pues, sencillamente, a medida que va reduciendo el déficit fiscal, y concordantemente va bajando el incremento del crédito interno, ir *pari passu* enlenteciendo el ritmo de las devaluaciones, hasta llegar a la propia moneda con la moneda patrón por medio de un tipo de cambio estable.

La opción cambiaria que el gobierno uruguayo tomó en octubre de 1978 fue de este tipo. Además hizo público su programa de devaluaciones amortiguadas por varios meses hacia el futuro, como algo más de dos años antes ya habían hecho las autoridades chilenas y poco después (20 de diciembre) harían las argentinas. Este sistema tabular de tipo de cambio (como lo ha llamado Arnold Harberger, por alusión a la "tabla del dólar" que se publica), que ha resultado inmensamente polémico en ambas riberas del Plata, abandonado ya en la ribera occidental en medio de vituperaciones, mantenido en la oriental en medio del escepticismo y las críticas, deberá insuflarnos más espacio del que hoy podemos dedicarle. Ahora nos limitaremos a señalar cómo las condiciones de hecho que la teoría exigía para pasar de una política cambiaria a otra (de las minidevaluaciones pasivas, por así decirlo, a las que activamente procuran un amortiguamiento de la inflación) se daban en el Uruguay en 1978. A saber:

* Una reducción del déficit fiscal y concordantemente del crédito interno. El déficit fiscal, en términos de porcentajes del PBI, había pasado de 4,3 y 4,6 o/o en 1974 y '75 a 2, 4, 1,1 y 1,3 en los tres años subsiguientes, y (se transformaría en un superávit de 0,2 o/o en 1979), el crédito interno de la autoridad monetaria había pasado de 6,2 y 5,5 o/o en 1974 y '75 a 0,5, -0,2 y 0,7 en 1976 a '78 (también en porcentajes del PBI).

* La inflación había caído sensiblemente desde las alturas de 1974-75, pero no parecía converger hacia la tasa internacional. Esa se situó en una media del 48 o/o, y una tasa de devaluación media del 38 o/o le suministraba sin duda el principal impulso.

* El crecimiento de las reservas, negativo en 1974-75 (una pérdida anual de unos 75 millones de dólares) se volvió fuertemente positivo (con una ganancia anual de unos 120 millones) en el trienio 1976-78.

Pasar, pues, a una política cambiaria activa, con la meta de hacer converger la tasa interna hacia el nivel de la internacional —que en el trienio '76-78 se situó a una altura media de un solo dígito— parecía enteramente justificado. Si las cosas no se desarrollaron como se esperaba, fue a raíz de que el año 1979 interpuso sus fuertes peculiaridades. A ellas es que deberá dirigirse ahora nuestra atención.