

Una tentativa reflacionaria

Los éxitos pueden resultar embarazosos si llegan a ser excesivos, y éste es sin duda el caso a propósito de la actual política antiinflacionaria. La suba del índice de precios del consumo totalizó apenas 1,3 oja en el cuatrimestre diciembre-marzo, equivalente a un ritmo anual del 4,1 oja. Los efectos sobre la recaudación impositiva derivados de este brusco abatimiento de la inflación (y del nivel de actividad) deben haber sido suficientemente poderosos como para imprimir un giro de 180 grados a las preocupaciones de los responsables de nuestra política: ahora no desean ya menos inflación, sino más.

Este es el sentido central que creemos descubrir en la aceleración de la tasa de devaluación contenida en los últimos anuncios de nuestro sistema tabular, que la llevarán a un nivel anualizado próximo al 30 oja, doble de la marca de 15 oja que se mantuvo estable entre febrero del '81 y marzo del corriente año. El mecanismo que se prevé poner en marcha pasa por la elevación de la tasa de incremento de los precios internos, a través del impacto sobre el costo de las importaciones. Subsiguientemente el efecto presumiblemente esperado se desdobla en aumento de la recaudación por incremento de la base impositiva (IVA particularmente) y expansión del stock de dinero demandado, lo que mejora las posibilidades de financiar el déficit fiscal con crédito del BCU sin pérdida mayor de reservas. Dicho de otra manera: se confía en reducir el déficit fiscal por (a) reducción del salario real de los funcionarios, imprudentemente elevado en enero, y (b) aplicación del impuesto inflacionario.

En este segundo aspecto la teoría presuntamente empleada para diseñar la medida —el enfoque monetario de la balanza de pagos— no conduce a previsiones totalmente seguras.

Por un lado está la concatenación ya señalada de acontecimientos a generarse, que conduciría a un incremento de los saldos monetarios demandados, y posibilitaría la emisión sin pérdida de reservas. Pero por otro lado, si se suscitan expectativas de mayor inflación, el costo percibido de mantener saldos monetarios au-

mentará, y por este concepto se demandará un stock de dinero menor, dejando incierto el resultado neto. La previsión más favorable al éxito de la política que está ensayándose partiría de la base de que la inflación esperada en la actualidad, que está determinando el nivel presente del acervo monetario demandado, es ya muy superior a la tasa corriente, en cuanto las expectativas dominantes incluyen la realización de una devaluación en escalón del orden del 30-40 oja. Consiguientemente, la simple aceleración de la tasa tabular carecería de virtualidad para empujar al alza la inflación esperada.

En segundo lugar, la medida debe entenderse dirigida a reactivar el sector privado, y por tanto a bajar la tasa de desempleo, a través de la reducción del salario real y, tal vez, del precio real de los servicios que prestan las empresas estatales ("tarifas públicas").

Como decíamos, todo este andamiaje de política económica reposa sobre el supuesto de que la nueva y mayor tasa de devaluación será acompañada por una aceleración de la tasa de incremento de los precios. Como lo justificamos en otro lugar de esta edición, si bien razonablemente debemos esperar tal cosa, es muy difícil prever cuánto tiempo va a insumir dicha reacción de los precios. Es perfectamente posible que la intensidad de la coyuntura recesiva determine que la reacción sea muy lenta; digamos, que la inflación se mantenga a una tasa anual por debajo de 20 oja durante todo el resto de 1982. En ese caso el libreto que se presentará mientras tanto será bien distinto del que acabamos de presentar.

En esa hipótesis, el efecto central de la medida consistirá en la reducción de la tasa salarial medida en dólares, y la elevación consiguiente del tipo real de cambio. De ello a su vez puede aguardarse una recuperación del nivel de actividad respecto de los exportadores y empresas que compitan con importaciones. También, por lo tanto, un conjunto de objetivos de gran importancia. Pero debe observarse con cuidado

que uno y otro grupo de objetivos no serían alcanzables simultáneamente con independencia el uno del otro. En la medida que lo fueran los primeros, y los precios internos subieran, el tipo real de cambio tendería a permanecer invariante respecto del nuevo ritmo devaluatorio, notándose apenas el efecto del rezago de los precios administrados por la autoridad (salario y tarifas públicas). En la medida que el "atraso cambiario" se corrigiera, el problema fiscal y su secuela en materia de balanza de pagos permanecería sin resolver.

La mayor dificultad que luce planteada en el camino de la nueva medida concierne la tasa del interés. La nueva tablita representará de inmediato un incremento del rendimiento en pesos de los depósitos en moneda extranjera, de manera que las tasas pasivas aplicables a las operaciones en moneda nacional deberán aumentar parí passu, so pena de hacer que los inversores se vuelquen masivamente a los activos en moneda extranjera, y del consiguiente castigo a las reservas del BCU. Y junto con las tasas pasivas deberán moverse las tasas activas, haciendo saltar el tope de 49 oja que fue impuesto por "persuasión moral" a comienzos de este año, so pena a su vez de dejar un tendal de instituciones financieras maltrechas.

En la medida que las tasas nominales se vean impulsadas al alza muy rápidamente, y en cambio, según preveíamos hace un instante, la tasa inflacionaria suba sólo lentamente, puede esperarse que la tasa real de interés trepe aún apreciablemente por encima de sus paralizantes niveles actuales, y que los efectos reflatorios de la medida sean precedidos por algunos meses de agravamiento de la recesión.

De ahí que una estrategia deflacionista, que simplemente dirigida a extender las presiones bajistas generalizadas a los precios rígidos (salarios y tarifas públicas), hubiese sido decididamente preferible, como lo sostuvimos en nuestras últimas ediciones. Lamentablemente las autoridades no lo creyeron así o, más probable y característicamente, estimaron que no era políticamente factible.