

Director Responsable:
Ramón Díaz.

Editor:
Danilo Arbilla.

Directorio:
Ramón Díaz, Manfredo Cikato, Pablo Fossati, Ramiro Rodríguez Villamil y Danilo Arbilla.

Columnistas: Daniel Gianelli (política) y Jorge Caumont (economía).

Secretario de Redacción:
Miguel Arregui.

Información política: Gerardo Maronna, Claudio Paolillo, Alejandro Nogueira, Alfonso Lessa y Luis Casal Beck. Información económica: Efraín Mannise. Indicaciones económicas: Roberto Paullier, Alejandro Echegorry, Carlos Mermot, Carlos Rey, Manfredo Dix y Gabriela Inclarte. Información nacional: Alvaro Giz, Alvaro Amoretti, Gabriel Recarte y Claudio Romanoff. Información internacional: Yanina Olivera, Servicios especiales de "The Washington Post", "Los Angeles Times", "The Guardian" DPA y ANSA. Cultura y espectáculo: Sergio Lacuesta (coordinador), Rodolfo Fattoruso y Barret Puig (columnistas), Jorge Castro Vega (teatro), Alvaro Sanjurjo Toucon (cine) y Enrique Hetzel (jazz). Medicina: Jean Richard. Deportes: Mauricio Fernández Reyes. Columnistas: Juan Carlos Paullier (fútbol), Humor: Kid Graega, Aldo Cammarota y Leslie.

Archivo: Florencia Herrera. Fotografía: Milton Coe. Diagramación: Nelson García Serra. Corresponsales: Pablo Montaldo (Brasil), Félix Carreras (Argentina), y José Pedro Ortiz (columnista). Administración: Alfredo Bianchi Varela.

Búsqueda es una revista semanal miembro de la Sociedad Interamericana de Prensa. Está inscrita en la Dirección de Industrias con la matrícula N° 2078. Con domicilio en Av. Uruguay 1023, tel. 906435, 906376, 905337 y 905864. Montevideo, Uruguay. Las opiniones vertidas en los artículos son de exclusiva responsabilidad de los autores. Precio de venta N\$ 300.-. Impreso en Talleres Gráficos de Impresora Polo Ltda. Paysandú 1179. Tel. 920452-60. D.L. N° 40.172. Distribución: Papacito.

por Ramón Díaz

En el artículo anterior sostuve que el tipo real de cambio era uno de los problemas de la coyuntura actual, y atribuí lo que estimo una valuación real excesiva del Nuevo Peso —excesiva, entiéndase bien, dadas las restricciones externas dentro de las cuales la economía uruguaya debe moverse— a la política cambiaria seguida por las autoridades, particularmente en 1986 y en los primeros dos tercios de 1987. Desde el punto de vista teórico es discutible que la política cambiaria determine el tipo de cambio real, excepto en el muy corto plazo. El problema es muy difícil y no estoy plenamente seguro de cuál sea la posición correcta. El sistema tabular que tuvimos desde 1978 a 1982, por ejemplo, se basaba en la tesis de que el tipo real de cambio se fija espontáneamente por las fuerzas del mercado, dado el contexto institucional —y especialmente el nivel de la protección arancelaria— y la política cambiaria lo que determina es el nivel de precios, mientras la cantidad de dinero en circulación es determinada por la demanda de los agentes domésticos. El enfoque que vengo utilizando implica que la autoridad económica posee cierta medida de control monetario —la cantidad de dinero se determina principalmente por la oferta—; la cantidad de dinero a su vez determina básicamente el nivel de precios, dado el crecimiento real; y la política cambiaria —el ritmo devaluatorio— determina el tipo real de cambio. Personalmente yo me he ido convirtiendo progresivamente a la tesis de que este modelo es más pertinente que el otro para entender lo que pasa entre nosotros en el corto plazo con un sistema de tipo de cambio como el tabular o como el **crawling peg** vergonzante que tenemos ahora. Vale la pena señalar esto: las autoridades implícitamente también se muestran afiliadas a esta tesis, ya que se fijan metas sobre el crecimiento de

La economía a vuelo de pájaro:

Devaluación y tasas de interés

los agregados monetarios y protestan su propósito de mantener un tipo de cambio "realista", nada de lo cual tiene sentido si el modelo es el alternativo que esboqué en primer término.

■ Tasa de devaluación y tasa de interés

Hecha esta precisión técnica, que me ha parecido inevitable, vuelvo a la perspectiva aérea. Desde ella me parece divisar dos preguntas dignas de plantearse. La primera: ¿por qué dejaron las autoridades que el peso se revaluara en 1986 y 87 (en el primero de esos años la competitividad de los exportadores uruguayos sufrió una mengua del orden del 15%)?. La segunda: el remedio que empezaron a aplicar desde el último cuatrimestre de 1987, ¿es adecuado o debería modificarse?

En primer lugar, comenzando por la segunda cuestión, examinemos las alternativas cualitativamente diferentes. Hay dos, no necesariamente practicables. La primera es la deflación, la segunda la devaluación en escalón. La primera es la que las autoridades habrían puesto en práctica en la época del patrón oro: se buscaría reducir el nivel de precios interno como medio de mejorar la tasa real de cambio. La segunda buscaría el tipo real deseado cambiando bruscamente el precio del dólar. Si la primera debe descartarse, básicamente porque el estómago de los gobernantes actuales ya no viene como el de antes, entonces la segunda es la que los libros de texto recomendarían. El problema radica en que ella le haría perder al gobierno todo su capital de credibilidad. El recuerdo de noviembre de 1982 está demasiado fresco como para que esa alternativa sea realmente viable. Consiguientemente, el gobierno no tuvo verda-

dera alternativa respecto de lo que hizo: continuar con una estrategia cualitativamente incambiada, pero apretando el acelerador de las minidevaluaciones. Hasta ahora la carrera del dólar contra la inflación no ha aportado el resultado apetecible, básicamente porque la inflación ha marchado más rápido de lo que las autoridades aparentemente esperaban.

Hasta el presente, la evolución del tipo real de cambio (TRC) bajo el presente gobierno —incluyendo 1984 para tener un término de referencia— puede describirse mediante el siguiente cuadro

	1984	1985	1986	1987(a)	1987-88(b)
Devaluación (%)	62.5	80.7	49.9	46.7	54.3
Incr. prec. exp. (%)	0.5	-6.9	0.0	9.0*	12.0*
Inflación (%)	55.3	72.2	76.4	66.7	58.4
Incr. TRC (%)	5.2	-2.3	-15.0	-4.1	5.1

(a) ene-jul (b) ago '87-mayo '88 * estimado

Las tasas de crecimiento están calculadas de promedio a promedio del mismo período en año anterior. Ello implica que las dos tasas de períodos no anuales están anualizadas. El acumulativo del tipo real de cambio para el período enero '85-julio '87 muestra una declinación del 18,9% y abarcando el lapso hasta mayo de 1988, de 15,9%.

Este planteamiento sugiere poderosamente que la política cambiaria de la presente Administración, al principio y durante la mayor parte del tiempo, ha estado sesgada hacia una sobrevaluación de la moneda nacional, y que la corrección que se ha estado aplicando desde agosto de 1987 está operando con bastante lentitud. Si inquirimos por qué esto puede haber sido y ser así, volvemos a

encontrarnos con las preguntas que se mencionaban al principio.

Refiriéndonos a la etapa inicial y más extensa, es posible pensar en dos hipótesis para explicar el ritmo excesivamente lento de las devaluaciones. Una sería que las autoridades actuaron preocupadas por conseguir un resultado rápido sobre la tasa de inflación que se les mostró esquivo. Sin duda, por más que aceptemos que la cantidad de dinero es la variable clave en materia de inflación, el tipo de cambio —que es el precio del dinero— si es controlado por la autoridad constituye un factor sig-

nificativo de la mayor o menor inflación. En segundo lugar la hipótesis es que las autoridades se mostraron remisas a devaluar al ritmo adecuado en razón de su deseo de mantener la tasa de interés real lo más baja posible.

La tasa de interés es pertinente porque, a medida que el ritmo devaluatorio crece, la rentabilidad de los activos en moneda extranjera también crece. Haber mantenido demasiado lento el **crawling peg** puede haber sido la manera de mantener tasas de interés menores de las que habrían sido posibles de otro modo. Es decir, si la tasa de devaluación hubiese sido mayor, la tasa de remuneración a los ahorristas que mantuvieran depósitos en pesos habría tenido que ser también mayor a fin de que no se pasaran a dólares.

En virtud del compromiso inscrito en la CONAPRO, respecto a mantener tasas reales de interés bajas —compromiso imprudente si los hay, como todo aquel malhadado documento lo era— me inclino a pensar que la segunda hipótesis es la correcta. Análogamente, a la pregunta de por qué la persecución del tipo real de cambio se está haciendo —al fin— tan lentamente, es que las autoridades vuelven a ceder a su preocupación por las tasas reales de interés.

Las tasas reales de interés son, efectivamente, una variable de gran importancia, y su excesivo nivel trae aparejado consecuencias indeseables para la economía, todas ellas en el sentido contractivo. Reconocido esto, es preciso al mismo tiempo destacar que el tipo real de cambio es una tasa de no menor importancia, y tal vez en nuestro país —por ser las exportaciones la clave del crecimiento real y por ser un país con doble moneda, de modo que las tasas por activos y deudas en pesos no son todas las tasas— yo diría que el tipo real de cambio es la más importante de las dos.

¿Cuáles son las consecuencias de tener la moneda en un nivel de valuación real que, dadas la coyuntura y el peso de la deuda externa, debe considerarse excesivo? Hay, en mi opinión dos principales. En primer término, la más obvia: si, como dijimos, el tipo real de cambio es (en la definición que estoy usando) el poder de compra del dólar de exportación dentro del país, es obvio que la sobrevaluación está afectando las posibilidades de crecimiento exportador. En segundo lugar, en tanto la sobrevaluación hace temer que las autoridades busquen el ajuste por la vía de una devaluación abrupta, ella está incidiendo sobre la balanza de pagos en cuenta de capital.

Sobre esta consecuencia menos obvia, pero no menos importante, tendré ocasión de ocuparme la semana próxima.