

Política monetaria:

Hacia un nuevo equilibrio

En el último artículo mostré que, así como había sido fácil y placentero dejar caer el tipo real de cambio (TRC) cosa de 15% en 1986, resultó difícil recuperar terreno en 1987-88, bien en el cual puede presumirse que el nivel del TRC permaneció incambiado. La idea central del artículo consistía en que si uno aprieta el acelerador del tipo de cambio, mientras que deja lo demás igual —es decir, vuelve operativa la condición *ceteris paribus*— la inflación tenderá a su vez a aligerar su paso, y el correr del tipo de cambio nominal detrás del TRC se asemejará entonces a la estéril persecución de los galgos tras la liebre mecánica.

Naturalmente, algo que no he demostrado es que las autoridades monetarias quieren realmente elevar el nivel del TRC. Esta me parece al menos una hipótesis plausible, y no porque pueda afirmar más allá de toda duda razonable que el nivel actual implica una sobrevaluación significativa del Nuevo peso, sino por estas dos sencillas razones. La primera es que las autoridades tenían y tienen la meta de mantener el TRC —algo que suelen aludir hablando, con cierta ambigüedad, de un tipo de cambio *realista*— y, de hecho, persiguiendo la paridad de poderes de compra a través del método heterodoxo de una canasta de monedas, no lo consiguieron. La segunda es que la tasa de devaluación que rigió durante 1988 había comenzado a aplicarse ya en el tercer trimestre de 1987, de modo que se hallaba ya bien establecida cuando las mismas autoridades responsables por ella fijaron la meta de 45% para la inflación. Si esta meta se hubiera alcanzado, el poder de compra del Nuevo peso frente al dólar habría recuperado todo el terreno perdido en 1986. Es cierto que las autoridades podrían haber amortiguado la tasa de devaluación si la inflación se hubiera mostrado menos recalcitrante frente a sus deseos, pero la idea

de que aquéllas procuraron combinar una tasa de devaluación del orden del 60% con una inflación del orden del 45% me parece, como decía, plausible. De hecho, el año pasado, con 70% de inflación y 60% de devaluación, la paridad de poderes de compra con el dólar habría quedado igual en la hipótesis de una inflación norteamericana del 5,5%, mientras que de hecho debe haber sido apenas superior a 4%. Un poco más de apreciación real, por lo tanto, si bien sólo del orden del 2%.

Más importante, sin embargo, me parece inquirir si la meta de elevar apreciablemente el TRC es un objetivo que contempla los intereses nacionales. Es esencial recordar que se trata de una de las variables clave de la economía, y ello no sólo respecto del equilibrio externo, sino también del equilibrio interno. Es posible apuntar hacia la balanza de pagos excedentaria que la presente Administración puede exhibir por 4 años consecutivos para negar toda relevancia a una preocupación centrada en el tipo de cambio, nominal, real o lo que fuere. Sin embargo, la economía uruguaya no ha recuperado aún el equilibrio interno que perdió en 1981. No habiendo recuperado el nivel de producto de aquel año, y —algo más obvio aún— con un nivel de inversión real notablemente deprimido, la afirmación de que la economía uruguaya padece aún apreciablemente su viejo desequilibrio no me parece aventurada.

¿Por qué no invierten las empresas privadas en el Uruguay? Esta es la pregunta central de todo análisis económico global en este país. Recuerdo al lector que la inversión, pese a haber crecido apreciablemente en el bienio 1986-87, no ha sobrepujado el 10% del PBI. Es aproximadamente la mitad de los niveles

de fines de la década de los '70. Y este articulista cree —contra lo que ha oído afirmar a algún vocero gubernamental— que las cuentas nacionales mostrarán para 1988 un flujo de gasto real de capital inferior aún al de 1987.

¿Por qué no invierten las empresas privadas en el Uruguay? ¿Por qué sus desembolsos de esa clase se sitúan apenas en el nivel del consumo de capital, lo que sirve apenas para evitar que la descapitalización del período 1982-86 continúe? ¿Cómo es posible que la demanda firme y creciente por nuestras exportaciones no haya suscitado como respuesta una también firme recuperación del gasto de capital en los sectores respectivos?

Nada más lejos de mi intención que poner toda la culpa por esa desbalanceada situación sobre el TRC. En efecto, me parece obvio que se trata de una responsabilidad compartida, respecto de la cual hay factores totalmente separados de la esfera monetaria, a los cuales incumben papeles protagónicos. A saber:

- * Atravesamos una etapa de grave mengua de los derechos de propiedad, habiéndose vuelto el pago de las deudas una actividad opcional del deudor, sin control eficaz en manos del acreedor.

- * Consecuentemente el ajuste respecto del desequilibrio de 1982-83 ha sido sumamente lento y parcial. Numerosas empresas que carecen de capacidad de ahorro y de crédito continúan operando, compitiendo frecuentemente con ventaja frente a otras que tienen que hacer cumplir con sus obligaciones comerciales y tributarias con un rigor al cual aquéllas permanecen ajenas.

- * Un nivel de conflictividad laboral elevado se ve agravado en sus consecuencias por el hecho de que los sindicatos ostensiblemente no están sujetos

al derecho lo mismo que el resto de las personas y empresas, operando el derecho de huelga como una gran sombrilla bajo la cual todo cabe.

Todos estos factores, cuya conexión con la CONAPRO y su confuso irrenismo es obvia, podrían bastar para explicar la falta de reacción de la inversión ante un entorno mundial en términos generales —con la excepción de la subregión en los dos últimos años— excepcionalmente favorable. Sin embargo, pienso que la cuestión del TRC puede estar influyendo significativamente. Para sostenerlo, o al menos sugerirlo, me apoyo en las siguientes consideraciones.

- * En primer lugar, el origen del desequilibrio original. La crisis de 1982 sobrevino en torno a una grave sobrevaluación del TRC. La aguda depreciación sufrida por el N. peso fue una manera en la que el TRC buscó un nuevo equilibrio. De hecho las señales que la economía emitió a través de 1983 y 84 indican que la confianza respecto de que un nuevo equilibrio se hubiese logrado era sumamente débil. Una de esas señales fue el nivel deprimido de inversión. En efecto, si uno espera una nueva crisis cambiaria, a partir de la cual —como en 1982-83— todos los activos reales van a quedar con precios mucho menores en dólares, el momento de invertir es después de la crisis, nunca antes.

- * En 1985 y 86 hubo señales que apuntaban en una dirección diferente. Fundamentalmente, ingresos de capital privado —contabilizados en la balanza de pagos por el rubro Errores y Omisiones Netos— en una magnitud bienal superior a los 400 millones de dólares. Y aumento de la inversión en 1986. La hipótesis que este cuadro sugiere es la de agentes que repatrian el capital

que habían enviado al exterior en 1981-84 para financiar inversiones. Pero estas señales no persisten. En 1987 el aumento de la inversión es fuerte —por más que siempre en niveles ínfimos— pero la balanza de pagos ya registra una salida de capital, computada a través de aquel mismo rubro, del orden de 130 millones. Y en 1988 vuelve a producirse —según estimaciones autorizadas— una nueva salida de capital, de análoga magnitud. Todo indicativo de que una nueva confianza que se tronchó antes de florecer, probablemente en el transcurso de 1986, probablemente al perder credibilidad la política cambiaria.

Y habría más en análogo sentido, como el comportamiento de la demanda por dinero, fortalecida al principio del presente período presidencial, luego sostenidamente declinante, pero por el momento lo dicho deberá bastar. El problema, desde la perspectiva en que yo me coloco es cómo lograr un verdadero equilibrio, que además de serlo lo parezca, es decir, que goce de la por años tan esquiva credibilidad.

Y para ello se me ocurren dos caminos. El primero dejar flotar el Nuevo peso de manera prácticamente limpia durante un lapso apreciable. El segundo intentar una política antiinflacionaria de emergencia, aceptando el déficit global del sector público en líneas generales a un dato (restricción de índole política), lo que implicaría una fuerte restricción del crédito y tasas de interés muy elevadas por un breve lapso. En un próximo artículo querría explicar por qué pienso que el segundo método ofrece mejores posibilidades de éxito que el primero, así como argumentar que la persistente resistencia a aceptar esa clase de trago amargo por parte de la presente Administración es lo que ha frustrado sus señaladas virtudes en el campo de la política económica, e impedido que éstas pudieran plasmarse en un éxito al menos razonable.