

Dinero, soberanía y bienestar (XXI)

Por qué se depreció el peso uruguayo

En el último artículo vimos que el control de cambios se implantó en el Uruguay en una situación de emergencia, dominada por la caída del valor externo del peso, siendo ésta a su vez percibida como efecto irresistible de la enorme depresión que se había abatido sobre la economía mundial. Igualmente señalábamos en aquella ocasión que la institución erigida en aquellas excepcionales circunstancias había perdurado luego largos años, por razones que no se revelaban a primera vista. Tal vez fuera oportuno recordar que el patrón oro también había sido abandonado en 1914 en medio de una conmoción internacional y que la medida había subsistido luego, más allá de las causas que la habían originado, mientras numerosos otros países, en la primera década de posguerra, regresaban al viejo sistema. En ambos casos puede, pues, discernirse dos cuestiones distintas: el por qué de la decisión inicial por una parte, y la razón de su mantenimiento ulterior a la vigencia de las causas originales, en segundo lugar.

Volviendo ahora el foco de nuestra atención al control de cambios, y siguiendo el itinerario que nos trazamos la semana pasada, vamos a inquirir sobre las razones que, en términos generales, se han aducido en favor de ese arreglo institucional, por ver si ellas proyectan luz sobre el porqué de su adopción.

■ El origen de las actitudes

La actitud de los economistas, y de los políticos, sobre el control de cambios, ha experimentado considerables fluctuaciones. Antes de 1914, la institución, pese a sus antecedentes medievales, había dejado de formar parte del repertorio de posibilidades de las sociedades occidentales. Fue durante el conflicto bélico, con su intensidad y duración inusitadas, que la injerencia del gobierno alcanzó niveles respecto de los cuales no se conservaba memoria. Fueron luego el tránsito turbulento hacia la economía de paz, signado por la fuerte contracción de 1920, las hiperinflaciones centro-europeas, el problema de las reparaciones de guerra, y el elevado nivel de paro obrero que se aposentó en Gran Bretaña mientras ésta procuraba restaurar la convertibilidad de la libra a la paridad de preguerra, los factores que fueron minando la confianza en el orden económico basado en el mercado libre que había ido asentándose en el último siglo. En lo político, los triunfos bolchevique y fascista en Rusia e Italia instalaron en el poder a partidos cuyas concepciones del mundo enfatizaban los conflictos de intereses en el plano internacional. Todos estos factores, tanto económicos como políticos, alcanzaron su zenit con la crisis del 29-30, la Gran Depresión subsiguiente, y la adición del nazismo a la constelación de regímenes totalitarios. El control de cambios fue visto entonces esencialmente como un arma para la áspera lucha con que se identificaban las relaciones económicas internacionales. Los argumentos nacionalistas y bilateralistas en favor del control de cambios, que vamos a reseñar brevemente, datan de ese período, que se cierra con la segunda guerra mundial.

Al cabo de ésta, surgen dos corrientes intelectuales

que inciden separadamente sobre la cuestión que está ocupándonos. Por un lado, la convicción de que para consolidar la paz se requería un orden económico internacional que estuviera libre de los elementos de agresivo nacionalismo que habían caracterizado las relaciones del período interbélico, y también de que la restauración del multilateralismo ayudaría a promover la prosperidad en el mundo entero. En un plano distinto, en segundo lugar, la súbita toma de conciencia sobre las marcadas diferencias de desarrollo económico que dividían al mundo y la consiguiente asunción por la profesión de los economistas de la tarea de analizar la raíz de tales desniveles, y proponer soluciones.

La primera de esas dos fuerzas intelectuales fue por supuesto, adversa al control de cambios. Concordantemente con ello, la Carta del Fondo Monetario Internacional, aprobada en Bretton Woods en 1944, proscribió como norma esa clase de injerencia gubernamental. No lo hizo, sin embargo, de manera totalmente general. Quedó en pie una excepción, relativa al control de los movimientos de capital. Los argumentos en que esto se basa se describen al segundo punto que vamos a comentar. El tercer origen de la dicotomía países desarrollados-países no desarrollados ("Norte-Sur" como ahora, absurdamente, suele decirse) característica de gran parte de la literatura económica que fluyó caudalosamente sobre esta cuestión en la última posguerra.

■ Comprar a quien nos compra

El argumento nacionalista básico parece apoyarse, en primer término, en el proteccionismo ajeno. Debemos contingentar las importaciones, vendría a razonarse, porque se cierran las puertas a nuestras exportaciones. En nuestro país O.P. Bellán señalaba que el método tradicional de ajuste en régimen de papel moneda, consistente en que la depreciación de la unidad monetaria del país deficitario promovía un aumento de las exportaciones, se hallaba bloqueado por las restricciones ajenas, que no dejaba otro camino que buscar la paridad comercial con cada país: **comprar a quien nos compra** (O.P. Bellán y O. Núñez Orens, *La política de los contingentes*..., pp 99-104).

Este fue el criterio que adoptó el BROU en 1932, a instancias del Consejo Nacional de Administración (Edo. Acevedo Alvarez, *La gran obra*..., pp 152 y ss.)

El viejo esquema liberal se hallaba además, aducían los partidarios del control de cambios, desvirtuado en otros aspectos. Luego de citar los **cartels**, consorcios, **trusts** y monopolios, O. Núñez Orens se refería "al hecho de la hegemonía económica que gozan determinados países supercapitalizados, frente a los demás pueblos de la tierra que viven en cierto modo en un estado de dependencia incompatible con ese interés general..." (op. cit. pp. 159, 160)

Es obvio que acabamos de ver al argumento nacionalista tomar un sesgo diferente,

en el que el proteccionismo ajeno **stricto sensu** aparece desplazado por relaciones de poder menos fácilmente definibles, y que parece querer prestarle un fundamento independiente de la coyuntura. Concordantemente con ello, Bellán anuncia con aprobación, citando publicaciones de Francia, que allí en 1932, el contingentamiento "de medida para salvar una situación angustiosa, se convierte en un sistema nuevo de relaciones comerciales, como un arma diplomática para tratar en el extranjero" (op. cit., p. 177). El control de cambios había, pues, llegado para quedarse, o así le veían al menos los autores que venimos citando.

Y no sólo ellos. El Ministro de Hacienda, Dr. César Charlone, dirigiéndose a la Cámara de Representantes para fundamentar el proyecto que se convertiría en la ley de 9 de noviembre de 1934, expresaba:

"Deseamos solamente sustituir... los empíricos métodos de la economía mal dirigida, poniendo las importaciones al servicio de las exportaciones, para que todos los que adquieran nuestra riqueza, tengan en ello una prima que los induzca a adquirir y a valorizar nuestra producción".

Y más adelante: "Se incorpora, pues, con esta ley a nuestro intercambio internacional, el nuevo principio de la economía dirigida, de **comprar a quien nos compra**..."

Esta corriente intelectual, que parece irresistible en la década de los años '30, es sin embargo de corto alcance. Sus tesis caen derrotadas ante los hechos, después de la segunda guerra mundial, cuando la restauración de un orden monetario multilateral y una progresiva liberalización del comercio auspician durante un cuarto de siglo una expansión económica tal vez sin precedentes en la historia.

Claro que no todos los países participan de ella. Claro que algunos prefieren permanecer en el encierro comercial y financiero, y pensar con las coordenadas de los años '30; pero eso es otra cuestión.

■ Contra la fuga de capitales

El acuerdo de Bretton Woods, o Carta del FMI, prohíbe el control de cambios, en todo lo que concierne a las transacciones corrientes. No es lícito contingentar el cambio requerido, digamos, para las importaciones. Pero la Carta del Fondo permite en cambio el control de cambios para las transacciones de capital. La adquisición de divisas para comprar activos en el exterior puede quedar sujeta a licencia, a opción de los países miembros.

Los fundamentos de tal criterio se encuentran en el plan británico para el acuerdo monetario que terminó celebrándose en Bretton Woods, cuyo autor fue Lord Keynes (por lo que suele llamárselo "Plan Keynes"). Allí leemos:

"No hay un país que en el futuro pueda permitirse, sin riesgos, la fuga de fondos motivada por razones políticas, para evadir los impuestos domésticos o por la expectativa de sus dueños de tener que refugiarse en el exterior".

La proposición parece inspirada en la experiencia francesa del gobierno del Frente Popular, a mediados de los años '30, cuando la fuga de capitales generó dificultades de balanza de pagos que presuntamente contribuyeron al fracaso de aquel régimen. El Plan Keynes no especifica si habrá alguna clase de disciplina o inconducta gubernamental ante el cual los agentes domésticos estuviesen justificados en procurar enviar sus patrimonios al exterior, pero por implicación se infiere la negativa. Es uno de los puntos en que aflora la vela claramente antiliberal que integraba la compleja estructura intelectual de Lord Keynes.

De hecho la proposición que hemos transcrito, y que sirve de premisa a la propuesta del Plan, no ha encontrado sustento en la experiencia. Numerosos países miembros del Fondo, comenzando tal vez por Alemania, e incluyendo recientemente al propio Reino Unido, prefirieron renunciar a la licencia excepcional concedida en Bretton Woods para establecer el control de cambios en materia de movimientos de capital, y en modo alguno puede concluirse que sus experiencias hayan sido negativas.

En lo que concierne específicamente al Uruguay, este aspecto carece de mayor relevancia, ya que el control de cambios, por regla general, siguiendo la pauta fijada en la década de los '30 (que examinamos en la última nota) se circunscribió a las transacciones vinculadas al comercio exterior, dejando un mercado libre a través del cual las restantes podrían verificarse, inclusive los movimientos de capital. Tal distinción prácticamente invertía la regla de la Carta del FMI, pero en cambio respetaba el principio liberal de todas las Constituciones uruguayas, que garantiza la libre salida del país, con sus bienes, a todos los habitantes. Hubo períodos en que esto no fue cierto, en que absolutamente todas las transacciones de cambio quedaron sometidas a control, pero ellos fueron, por fortuna, excepcionales, y relativamente breves.

■ País subdesarrollado, divisas escasas

Probablemente en toda Latinoamérica, ciertamente en el Uruguay, la proposición que atribuía dificultades estructurales de balanza de pagos a los países de su condición, a las economías menos desarrolladas, llegó a considerarse axiomática. Es sabido que los axiomas no se demuestran; presumiblemente por eso es difícil encontrar una argumentación rigurosa de aquella proposición, y de su corolario práctico, la necesidad del control de cambios. Nos resulta más fácil encontrar enunciaciones terminantes de esta doctrina -sin ir más lejos en una obra ya citada en esta serie: Mario Buchelli, *El sistema dinámico del Uruguay*, p. 62- que pensar en una exposición completa de la misma.

La estructura general de la teoría, sin embargo, no ofrece mayores dificultades. Su primer ingrediente es tributario del enfoque de elasticidades desarrollado por Joan Robinson en 1947. Según éste, los efectos de una devaluación (o, en régimen de tipo

fluctuante, de una depreciación de la propia moneda en el mercado de cambios) actúa sobre un déficit comercial a través de cuatro efectos, a saber:

1.- Efecto expansivo sobre las cantidades exportadas, que depende de la elasticidad de la oferta (doméstica) de bienes exportables.

2.- Efecto depresivo sobre los precios de exportación, al incrementarse la cantidad ofertada, que depende de la elasticidad de la demanda (extranjera) de bienes exportables.

3.- Efecto contractivo sobre la cantidad de importaciones, que depende de la elasticidad de la demanda (doméstica) de bienes importables.

4.- Efecto depresivo sobre el precio de las importaciones, que depende de la elasticidad de la oferta (extranjera) de bienes importables.

Dada una devaluación (o depreciación), contribuyen a corregir el déficit los efectos 1, 3 y 4. El efecto 2 tiende a agravar el déficit. Por lo tanto, "a priori" no es posible conocer el efecto global neto de la devaluación (o depreciación) sin disponer de los valores de las elasticidades en juego. Por lo mismo, para ciertos valores de las elasticidades, el efecto de una devaluación resulta "perverso", -deja el déficit peor que antes- y un sistema de tipo de cambio fluctuante conduce a una depreciación indefinida, ya que el mercado de cambios es en tal hipótesis inestable. En esas condiciones el control de cambios constituye la única solución admisible.

Para un país pequeño, tomador de precios, tal hipótesis es muy poco plausible. El "pesimismo de balanza de pagos" respecto de los países menos desarrollados suele más bien basarse en la atribución de valores muy bajos a las elasticidades de oferta de exportables (efecto 1) y demanda de importables (efecto 3). Si bien esto no conduce a un efecto perverso de la devaluación (o depreciación) determina que su efecto sea, aunque positivo, muy débil, o tal vez nulo.

Un efecto adicional, a través del ingreso (deprimido por el déficit comercial) es mostrado como sólo parcial por los modelos keynesianos no monetarios, que suelen combinarse con el enfoque de elasticidades. Consiguientemente, ante un impulso desestabilizador que arroje la balanza de pagos a una situación de déficit, no queda otra solución que el control de cambios.

Desde este punto de vista, por supuesto, el recurso del Uruguay al control de cambios en 1931 fue una manifestación de esta situación compulsiva.

■ El enfoque monetario

Puede decirse que hoy existe una opinión nítidamente predominante en el sentido de que aquel enfoque es erróneo.

Hay dos maneras de captar globalmente esa básica falla de la teoría. En primer lugar, en lo que concierne al Uruguay (sin ir más lejos) hay una experiencia cabalmente secular de equilibrio externo sin control de cambios que es totalmente inconsistente con la tesis de la inestabilidad del mercado de cambios. En segundo término, tene-

mos este otro aspecto fundamental: el tipo de cambio no es otra cosa que el precio del dinero en término de otra moneda. ¿Cómo sería posible que el precio del dinero pudiera explicarse mediante modelos que excluyen totalmente de su ámbito los agregados monetarios?

Descendiendo a un plano más analítico, vamos a procurar dos cosas: formalizar someramente el enfoque monetario de la balanza de pagos y el tipo de cambio, y, a modo de prueba de su eficacia, inquirir si él es capaz de dar cuenta de la depreciación del peso uruguayo a partir de 1929.

Por definición, el saldo de la balanza de pagos es igual a la diferencia entre las entradas de dinero recibidas de no residentes y los pagos efectuados a no residentes. Para mayor claridad, escribamos:

Entradas provenientes de no residentes - Pagos efectuados a no residentes = Saldo de la balanza de pagos.

¿Qué ocurre si consideramos **adicionalmente** las entradas recibidas de residentes, y los pagos efectuados a residentes? Pues, en primer lugar, que las entradas provenientes de no residentes y de residentes representarán **todas las entradas de dinero de la comunidad**, y que los pagos a residentes y no residentes representarán **el total de los pagos efectuados por la comunidad**. Pero hay más. Como es obvio, los pagos a residentes y las entradas de residentes son necesariamente iguales entre sí (pagos y entradas son dos caras de una sola moneda), por lo tanto, si a la diferencia entre entradas de no residentes y pagos a no residentes le sumamos las entradas de residentes y le restamos los pagos a residentes (dos cantidades necesariamente iguales) no alteramos el resultado, que seguirá representando el saldo de la balanza de pagos. Vale decir,

Total de entradas en dinero - Total de pagos en dinero = Saldo de la balanza de pagos.

Y, por lo tanto, si ese saldo es positivo, las entradas financieras de todas las unidades de gasto de la economía habrán superado las salidas; si es negativo, significará que las salidas superan a las entradas, y que las unidades de gasto verán reducidos sus saldos de caja. Esto es cierto para los países más desarrollados y para los menos desarrollados, sin distinción. La continuación en el tiempo de un saldo negativo de la balanza de pagos de un país implica una de dos cosas: o que las existencias de caja del público están siendo permanentemente repuestas por la expansión crediticia (por ejemplo a través del déficit fiscal), y entonces el déficit externo es perfectamente explicable, o de lo contrario que los agentes económicos están dispuestos a ver reducirse indefinidamente sus existencias de dinero, lo cual es **inimaginable, sea cual sea el nivel de desarrollo**.

Si el régimen cambiario es una flotación limpia, el saldo de la balanza de pagos es necesariamente igual a cero (ya que la autoridad monetaria no compra ni vende reservas a cambio de dinero doméstico). La depreciación, sin embargo, es la contracara del déficit, e implica que los residentes pugnan por reducir sus saldos de caja, así como la apreciación es la contracara del superávit. Y una depreciación prolongada

(continúa en página 13)

Dinero, soberanía y bienestar

da sólo se explica si el país que la sufre está expandiendo su oferta de dinero por comparación al resto del mundo.

Para comprender lo que ocurrió con el peso uruguayo a partir de 1929 sólo es preciso tener en cuenta, junto con lo ya dicho, que el concepto de expansión *relativa* de la oferta monetaria de un país abarca la hipótesis de contracción en el resto del mundo con oferta doméstica

constante. El Cuadro 1 muestra varias cosas. En primer término, que en 1929 el Uruguay experimentó una expansión considerable de su oferta monetaria, mientras los EE.UU. experimentaron una contracción. Esto sugiere una explicación para el hecho de que la depreciación del peso haya comenzado antes del pico cíclico de agosto de 1929. En segundo lugar, muestra, ya de manera terminante, que el compor-

tamiento monetario relativo de ambos países tuvo una diferencia muy marcada hasta 1933, lo que alcanza para dar cuenta de la presión bajista sobre el peso. Analizando la relación entre las variables (3) y (4) por procedimientos estadísticos, encontramos una correlación muy elevada, que abona enfáticamente la tesis de que los factores monetarios explican el grueso (el 85 % para ser más precisos) del fenómeno. **R.D.**

Cuadro 1

Stocks monetarios (M-2) en Uruguay y EE.UU. y tipo de cambio del dólar en términos de pesos (1924 - 38) Índices: 1928 = 100

Año	(1) M - 2 en Uruguay (a)	(2) M-2 en EE.UU. (b)	(3) (1)/(2) x 100	(4) TC (pesos por dólar) (c)
1924	80.9	85.8	94.3	1.02
1925	78.3	86.7	90.3	0.98
1926	86.9	92.3	94.1	0.99
1927	98.3	96.6	101.8	0.96
1928	100.0	100.0	100.0	0.97
1929	110.6	98.5	112.3	1.02
1930	114.0	94.4	120.8	1.21
1931	111.5	80.0	139.4	1.83
1932	111.6	73.0	152.8	n/d
1933	114.6	66.1	173.3	n/d
1934	116.7	75.3	154.9	2.28
1935	124.0	86.5	143.3	2.41
1936	145.7	96.6	150.8	1.99
1937	162.0	94.4	171.6	1.82
1938	166.3	100.0	166.3	2.36

(a) índices de existencias a fin de período. Fuente: BCU

(b) Índice de existencias a fin de período. M. Friedman y A. Schwartz. **A Monetary History of the United States.**

(c) Fuente: Tipo medio anual: M. Bucheli, op. cit.