

Liberalización y estabilización (V)

De cómo en Archiguay, hundida la tablita, el peso tuvo que flotar

El efecto inicial que surtió la tablita en Archiguay tomó a todos por sorpresa. El lector recordará que el sistema se adoptó para poder estabilizar la economía. Resultó azorante que la tasa de inflación precisamente experimentase un alza considerable. La tabla de cotizaciones del dólar fue anunciada con una tasa de devaluación declinante, y ésta se mantuvo en un plano descendente en sus sucesivas extensiones. Mientras tanto, sin embargo, los precios internos crecían cada vez más rápido. Como es obvio, los precios de los bienes importados y los exportables, estrechamente determinados por el mercado internacional y el tipo de cambio, no acompañaban esta suba acelerada, que básicamente se circunscribía a los precios de los servicios, de la construcción, y de algunos bienes que no eran objeto de comercio internacional, principalmente porque su importación estaba sujeta a aranceles prohibitivos.

Este resultado acentuó la resistencia que la política había despertado desde un principio en el público en general, incluso en muchos medios empresariales. Comenzó a hablarse de "atraso cambiario". En lenguaje técnico, lo que quería decirse es que el tipo real de cambio estaba cayendo, o la moneda nacional estaba apreciándose en términos reales. Ambas proposiciones tienen una expresión cuantitativa común, en el cociente

Tipo nominal de cambio	X	Precio internacional de los bienes comerciables (en US\$)
Precio interno de los bienes comerciables (en pesos)		

o sea la expresión para el tipo real de cambio (donde la expresión "comerciable" debe entenderse en el sentido de internacionalmente comerciable). Como es obvio, al crecer ahora más velozmente el índice de precios que compone el denominador de la expresión, y más lentamente el primer factor del numerador, el cociente tendía a bajar todo el tiempo. Sólo un alza muy potente de los precios internacionales, una fuerte inflación mundial, podría haber impedido la caída. Esto nunca llegó a ocurrir en la medida necesaria. Durante la primera época de la tablita los precios internacionales tuvieron una suba apreciable, pero esto sólo pudo amortiguar, y no anular, el movimiento descendente del tipo real de cambio. Más adelante la inflación mundial amainó y la caída del tipo real de cambio se volvió más grave. Pero éstos son meros detalles, que el público no llegó a apreciar. Lo que la gente veía era que los precios subían cada vez más rápido y que el tipo de cambio se ajustaba cada vez más despacio, y acuñó la expresión "atraso cambiario" para referirse a esto, que estimaba una anomalía.

La resistencia que despertaba la política se intensificó con otro sesgo que tomaron los acontecimientos. Los saldos de la balanza comercial, y la cuenta corriente de la balanza de pagos, hasta la introducción de la tablita moderadamente negativos, crecieron (en términos absolutos, siempre con

signo de menos) de manera notable. Particularmente el volumen de importaciones tuvo una expansión fenomenal. Las calles de las ciudades archiguayas se llenaron de automóviles nuevos, los escaparates estaban atestados de electrodomésticos importados y los supermercados ofrecían un aspecto desusado con sus estantes repletos de bebidas y conservas extranjeras.

Mucha gente encontraba motivo para escandalizarse en este verdadero torrente de importaciones de bienes que, a sus ojos, parecían superfluos y suntuarios, y se preguntaba cómo podría pagarlos el país. De hecho, por el momento los estaba pagando sin dificultad, ya que el mismo tiempo las reservas internacionales estaban creciendo.

■ La entrada de capital

Esta circunstancia —déficit externo corriente (balanza comercial negativa) y superávit global (crecimiento de reservas) se explicaba porque la cuenta de capital se había vuelto superavitaria por sumas que en Archiguay carecían de precedentes. El sector público de Archiguay siempre había tomado prestado del exterior, pero el notable incremento del flujo de capital externo ahora tomado en préstamo por agentes privados, y provenía de fuentes privadas. El mismo público que miraba con suspicacia los saldos negativos

de la balanza comercial encontraba análogamente sospechosos estos flujos de capital que servían para financiar aquéllos. La locución "capital golondrina" fue acuñada, o exhumada de otros contextos, para hacer referencia a esos fondos que llegaban con la estación propicia, y que emprendían vuelo cuando soplasen los primeros días del invierno, y fue a instalarse junto con "atraso cambiario" en la batería de conceptos críticos enfilados hacia la nueva política.

Nadie dudaba de que todo esto guardaba relación con lo que estaba sucediendo con las tasas de interés. Como se señaló dos notas atrás, los controles sobre las tasas de interés habían sido eliminados dentro de un programa de liberalización general, que abarcó de manera central al sector financiero. Como resultado de esa desregulación, las tasas de interés que habían sido mantenidas a un nivel muy bajo en relación a la inflación (las tasas pasivas reales habían sido negativas casi siempre, y aún las activas lo habían sido ocasionalmente) experimentaron un alza apreciable. Cuando se introdujo la tablita, sin embargo, con un ritmo de devaluación decreciente, había surgido la expectativa de que las tasas bajarían por efecto de las fuerzas del mercado. Algunos economistas pronosticaron que las tasas convergerían hacia lo que llamaban la tasa de arbitraje, que resultaba de adicionar a la tasa internacional del mercado

del eurodólar (donde los bancos podían surtir de fondos) la tasa de devaluación preanunciada. Esas previsiones distaron de cumplirse. Las tasas nominales bajaron en realidad muy poco. La diferencia entre las tasas nominales del mercado y la tasa de arbitraje fue imputada a una prima de riesgo, que supuestamente debía compensar a quienes tomaban dólares para prestar pesos contra el riesgo de que la tablita no se cumpliera. Ello no parecía del todo convincente, porque la tal prima implicaba la percepción de un riesgo muy alto por parte del mercado, siendo así en cambio que, con una posición muy sólida de la autoridad monetaria en materia de reservas, como ya dejamos entrever, y una situación de auge en el sector real de la economía, como en seguida veremos, el consenso universalmente manifestado por los observadores era que el peligro de que el Banco Central no cumpliera su compromiso tabular, resultaba prácticamente descartable.

■ No todo iba mal en Archiguay

La experiencia archiguaya con el sistema tabular, no sólo estaba repleta de elementos enigmáticos, sino que éstos entraban a veces de lleno en el reino de la paradoja.

Es lo que acontecía, sin ir más lejos, con las tasas de interés. Como acabamos de ver, las tasas eran, en cierto sentido, demasiado altas. Pues bien, en otro sentido eran peligrosamente bajas. Las tasas eran altas, según la señalamos, dadas las tasas de interés del mercado mundial y la de devaluación tabular del peso, en tanto que no convergían hacia el nivel de arbitraje. Los críticos de la política destacaban este aspecto y sostenían que las autoridades permitían ese nivel exorbitante de las tasas para atraer capital del exterior y poder financiar el excedente de importaciones.

Pero al mismo tiempo, dada la tasa de inflación doméstica las tasas reales eran muy bajas, y por períodos considerables negativas, incluso las tasas activas. He aquí la paradoja: un banco podía realizar pingües ganancias tomando dólares en Londres y prestando pesos en Montevideo, a una tasa para él convenientemente muy alta, pero al mismo tiempo su prestatario, que invertía los pesos en activos reales que se apreciaban a una gran velocidad, podía encontrar la misma tasa convenientemente baja.

Así deben ser los precios en el país de Jauja: altos para los vendedores y, al mismo tiempo, bajos para los compradores. En el mercado financiero Archiguay llegó a reproducir ese ideal estado de cosas, por lo general reservado a tierras de fantasía.

Como es obvio, mucha gente se puso a hacer, en tales condiciones, muy buenos negocios. Particularmente, los inmuebles, bienes físicos de capital y bienes duraderos de consumo, cuya demanda es siempre muy sensible a la tasa de interés, experimentaron un auge ex-

traordinario. La industria de la construcción, en particular, tuvo un boom sin precedentes. En virtud del alto componente de mano de obra de esta actividad, el nivel de paro obrero bajó muchísimo. De modo general, con la excepción de las industrias exportadoras, la economía archiguaya logró una desusada expansión. Todos los records en materia de crecimiento económico quedaron atrás. El alto nivel de empleo trajo consigo una demanda excedente insatisfecha en el mercado laboral, y los salarios reales se pusieron a subir. Los críticos insistían en los temas del atraso cambiario y el capital go-



El consumo de ciertos bienes depende fundamentalmente de la tasa de interés

londrina, pero la mayor parte de la gente se hallaba demasiado absorta en disfrutar el dulce sabor de la prosperidad para dejarse inquietar demasiado.

El gobierno, por su parte, vio aumentar sobremanera la recaudación impositiva. Previamente la prosecución del objetivo de un presupuesto balanceado le había hecho aprender una austera disciplina fiscal. Felizmente, todo indicaba que el auge se aprestaba ahora a abrir la posibilidad de una actitud menos austera. ¿Había llegado al fin la hora de contemplar a los jubilados y pensionistas, tan olvidados por el régimen precedente? ¿Podrían realizarse obras que hicieran perdurable la memoria del régimen actual? Por fortuna, así lo parecía.

■ Por fin, la inflación amainó

Los Chicago boys no llegaban a disfrutar plenamente del éxito de su política, porque no olvidaban que el objetivo por el cual precisamente la habían lanzado no se había alcanzado; al contrario, el resultado, paradójicamente también en este aspecto, había consistido en un recrudecimiento del alza de precios.

Por fin sin embargo, la inflación dio muestras de perder su impulso. ¿Se concretaría por fin el tan anhelado objetivo de estabilidad? Así parecía, de manera cada vez más clara.

Y aquí llega la mayor de todas las paradojas: una vez que el objetivo que había consistido en la razón de ser de la política de tipo de cambio tabular se volvía asequible, todas las otras conquistas del programa daban impresión de alejarse, y hasta amenazaban con desaparecer.

Las circunstancias internacionales no ayudaban, eso es cierto. La inflación internacional fue la primera en caer, mientras las tasas de interés en los grandes centros financieros mundiales permanecían a alturas considerables. El abatimiento

de la inflación externa empeoró la situación de Archiguay en materia de atraso cambiario. La gente comenzó a preguntarse con más y más insistencia hasta cuando persistiría el gobierno con una política que hacía que todo lo importado fuese barato, y que restaba competitividad a las industrias nacionales. Lo más grave de todo, la caída de la inflación interna no tuvo efecto sobre las tasas nominales de interés. Como es natural, las tasas reales saltaron a las nubes. Las industrias que más habían prosperado en la fase anterior, entraron en una depresión profunda, notablemente la construcción. El

artefacto peregrino, concebido por economistas desprovistos de sentido práctico, llamado inevitablemente al fracaso, siguió hablando del atraso cambiario y del capital golondrina, y continuó reclamando un golpe drástico de timón.

Los exportadores, que habían protestado su pérdida de competitividad desde mucho tiempo atrás, mostraban ahora la indiscutible caída de su cifra de negocios.

La construcción estaba paralizada, y el paro forzoso crecía sin cesar.

Los tenedores de pesos se pasaban a dólares. El déficit fiscal alimentaba de peso la plaza incesantemente, y ésta no aflojaba su presión sobre las reservas de la autoridad monetaria.

Nadie vislumbraba una salida sin un abandono del sistema tabular. Al intensificarse la crisis de confianza, la propensión a atesorar dólares se hizo arrolladora. La tasa real de interés subió más aún, y el valor de los activos se desplomó. Las quiebras menudearon y el sistema financiero pareció tambalear.

Al fin un día cualquiera, un día como todos los otros, el gobierno repudió la tablita. Después de tanto sacrificio exigido a la población, el abandono de la política sorprendió a todos. A pesar de que la gente sabía que la ruptura del sistema tabular era inevitable, le costaba aceptar que el fin pudiera haber llegado de aquella manera, con pena pero sin ninguna gloria.

La tablita se hundió, pues, y el peso archiguayo se puso a flotar...

■ Epílogo con preguntas

La suerte del sistema tabular en Archiguay fue nacer, vivir, y morir rodeado por la incompreensión.

La incompreensión, por de pronto, de los que lo resistían. Desde un primer momento la intuición les había dicho que la cosa no caminaba. La comprensión del sistema nunca les pareció necesaria. ¡Era tan obvio que estaba equivocado!

Sus propulsores y defensores sí trataron empeñosamente de entender, pero los enigmas llevaron en general las de ganar.

¿Por qué se habrían acelerado los precios al establecerse el sistema, cuando la idea básica era que debían decelerarse?

¿Por qué la tasa nominal de interés nunca convergió hacia la tasa de arbitraje?

¿Por qué bajó la tasa real de interés al principio, y luego se fue a las nubes?

El atraso cambiario, ¿era realmente incurable sin abandonar la tablita?

El sistema, ¿se hallaba inherentemente equivocado, como sostenían sus detractores, o fue mal ejecutado?

En ese caso, ¿dónde estuvo el error?

Dejemos que estas interrogantes abiertas sirvan de epílogo a esta rápida cabalgata por la historia económica de Archiguay. Ellas han de guiar nuestros próximos pasos, que serán por las tierras, ya concretas, de Argentina, Chile, y Uruguay.