

Liberalización y estabilización (XI)

La experiencia uruguaya con el sistema tabular: las dificultades

Las dificultades fueron de dos órdenes. Hubo un período inicial de auge económico, que en el Uruguay prácticamente coincidió con la inauguración de la tablita, durante el cual muchos sectores de actividad obtuvieron una rentabilidad muy elevada y se arribó a un nivel de paro obrero sumamente bajo, pero durante el cual al mismo tiempo el tipo real de cambio fue deteriorándose (surging del "atraso cambiario"), lo que en la percepción de gran parte del sector empresarial, aseguraba la recesión a corto plazo; y además el pasivo de las empresas creció muy marcadamente. En segundo lugar, durante la etapa subsecuente la nota dominante fue dada por la tasa real de interés que, de negativa al principio del período tabular, se volvió fuertemente positiva, con lo que la tasa de desempleo empezó a crecer y comenzaron a fortalecerse las expectativas, que en forma incipiente tal vez habían asistido al mismo nacimiento de la tablita, respecto del abandono de ésta, con la consiguiente devaluación, o depreciación brusca del peso. Aunque el tipo real de cambio pudiera hacer concebir en algunas esperanzas de su regreso al nivel de equilibrio, en parte merced a la aceleración de la devaluación tabular que la autoridad introdujo hacia mediados de 1982, ni el nivel desmesurado de la tasa de interés ni la desconfianza que inspiraba la estabilidad del sistema tabular llevaban miras de corregirse. Al contrario, y particularmente desde que la crisis de confianza comenzó a traducirse en fuertes pérdidas de reservas internacionales, el sistema parecía provisto de una dinámica fatal que lo impulsaba sin alternativas a su propia destrucción; es decir, a la clase de episodio que de hecho aconteció el 25 de noviembre del año pasado.

La observación cabal del caso uruguayo presenta dificultades por la extrema proximidad geográfica y económica del Uruguay respecto de la Argentina, y el carácter dominante que en muchos aspectos asume esta con relación a aquel, en virtud de la diferencia de magnitudes. Esto es particularmente cierto en todo lo relativo al tipo real de cambio. Una vez producido el "atraso cambiario" en la Argentina, era inevitable que se transmitiera al Uruguay, por razones prácticamente idénticas a las que determinaron que instalado el fenómeno en

Montevideo, no parara hasta Arica. Este es el aspecto que desde **Busqueda** enfatizamos en junio de 1979, en un artículo titulado **La inflación llega por tres vías** y luego en marzo de 1980, en los dos artículos que reproducimos

acontecimientos trasplatinos mucho más de lo que un riguroso enfoque histórico podría justificar. Hoy queremos mirar a los hechos desde cinco puntos de vista: el del tipo real de cambio, el de la balanza de pagos, el de la tasa

■ Tipo real de cambio

Hay grandes dificultades, tanto para cuantificar el tipo real de cambio como para formular proposiciones acerca de su relación con el tipo de equilibrio a través del tiempo.

Por lo general se define según la fórmula:

$$TRC = \frac{PI \times TNC}{PD}$$

en la cual TRC es un índice del tipo real de cambio, PI es un índice de precios de bienes internacionalmente transables en moneda extranjera, TNC es el tipo nominal de cambio y PD es un índice de precios domésticos, no transables internacionalmente. En la práctica suele no haber disponibilidad de índices de bienes no transables. Con frecuencia se usa el IPC (índice de precios al consumidor) que contiene la influencia de muchos precios de bienes no transables, como vivienda y muchos servicios. Algunos investigadores han usado el salario nominal, o sea el precio de un bien predominantemente no transable de gran peso en la unidad de costos industriales. Otro problema consiste en decidir qué índice usar en representación de PI. Usando una muestra tomada de entre los bienes altamente representados en el comercio exterior uruguayo la caída de TRC demora más en detectarse que si se usa un índice de materias primas o de unidades de importación internacionales, pero deja planteado el pro-

blema de por qué el país importaría una canasta de bienes cuyos precios fueran relativamente altos (lo que está implícito en lo anterior).

No hay que perder de vista lo que realmente queremos captar con esta variable compleja. Se trata de un precio relativo —el precio relativo de una canasta de bienes internacionalmente transables y otra de bienes no tran-

sables de Uruguay y en el denominador un promedio ponderado de los correctores implícitos de la construcción y varios servicios, en conjunto una canasta compuesta de edificios y servicios diversos, que básicamente son no transables, y que en conjunto representan más del 60% del PBI. El resultado se aprecia en el Cuadro 1.

Como ya lo adelantáramos, al usar los bienes que de hecho entraron en el comercio exterior uruguayo (aquí se emplea un promedio de todos esos bienes) el año 1979 no muestra una caída fuerte de las variables, como sí la registraban los índices que usamos en nuestro artículo de 1980. Otra dificultad consiste en sa-

Cuadro 1
Tipo real de cambio y tasa de variación anual

| | TRC | % variación | TRC | % variación |
|------|-------|-------------|------|-------------|
| 1971 | 66.2 | | 1977 | 106.4 |
| 72 | 104.3 | + 57.5 | 78 | 100.0 |
| 73 | 97.9 | - 6.1 | 79 | 95.4 |
| 74 | 98.8 | + 1.0 | 80 | 82.6 |
| 75 | 104.0 | + 5.3 | 81 | 74.7 |
| 76 | 104.6 | + 0.6 | | |

Fuente: datos originales: BCU, Ctas Nacionales.

Cuadro 2
Tasas reales de interés "ex post" *

| | Marzo | Junio | Setiembre | Diciembre |
|------|-------|-------|-------------|-----------|
| 1978 | 15.6 | 14.1 | 7.0 | 6.8 |
| 79 | -20.9 | -17.4 | 21.6 | 34.2 |
| 80 | 29.7 | 24.0 | 23.8 | 20.8 |
| 81 | 43.5 | 16.2 | 72.8 | 42.2 |
| 82 | 26.0 | 15.6 | 50.0 (est.) | |

* Tasas activas normales hasta 6 meses, corregidas por tasa de inflación del trimestre siguiente, medida por precios al por mayor de bienes fabricados localmente.

limos recientemente en la entrega IX de esta serie. Es posible escribir la historia económica del Uruguay en el período que ahora nos concierne enfatizando esa relación, o, si se quiere, esa dependencia. Existe otra, que atenuaría el peso de esa influencia, sobre la base del supuesto de que en el Uruguay estaban activos los mismos principios de desequilibrio que operaban del otro lado del Plata, de modo que si intelectualmente borramos a la Argentina (no si la suponemos en pleno equilibrio) en esta ribera del Plata habría ocurrido algo muy semejante a lo que de hecho ocurrió. Se trata de una hipótesis cuya verdad o falsedad no puede probarse, pero que tiene la ventaja de que nos estimula a profundizar más en nuestra experiencia de estos años que la hipótesis alternativa, que podríamos llamar "del fenómeno puramente reflejo". En base a ello optaremos por aquella, y el lector nos verá despreocuparnos de los

real de interés, el del endeudamiento y el de la coyuntura internacional. Las relaciones entre ellos resultan de lo expuesto más arriba, de los artículos sobre Archiguy al principio de esta serie, y de los pocos elementos analíticos con que iremos acotando la presentación de los hechos, dejando para el resto de la serie el desarrollo del análisis económico sobre lo acontecido.

Cuadro 3
Tasas de crecimiento del endeudamiento del sector privado con los bancos comerciales y del PBI real

| Año | Endeudamiento (a) | PBI |
|------|-------------------|--------------|
| 1977 | 9,9 | 1,1 |
| 1978 | 26,4 | 5,3 |
| 1979 | 26,3 | 6,2 |
| 1980 | 15,6 | 5,7 |
| 1981 | 18,3 | -1,3 |
| 1982 | 4,9 | -10,0 (est.) |

(a) Junio del año respectivo con relación al mismo mes del año anterior, BROU y bancos privados.
Fuente: BCU.

Cuadro 4
Incremento del endeudamiento del sector privado e inversión bruta fija privada

Miliones de \$9 de 1978

| Año | (1) Endeudamiento adicional | (2) Inversión bruta fija privada | (1) / (2) (%) |
|------|-----------------------------|----------------------------------|---------------|
| 1977 | 462 | 2323 | 19.9 |
| 1978 | 1353 | 2480 | 54.6 |
| 1979 | 1702 | 3554 | 47.9 |
| 1980 | 1280 | 4752 | 26.9 |
| 1981 | 1753 | 3825 | 45.8 |

Fuente: BCU

Cuadro 5
Balanza de pagos de Uruguay (en millones de US\$ de 1975) (a)

| Período | Cta. corriente | Cta. de capital | Superávit (+) o déficit (-) global |
|---------|----------------|-----------------|------------------------------------|
| 1964-73 | -2.4 | -2.4 | -4.8 |
| 1974 | -167.9 | 84.4 | -83.5 |
| 1975 | -216.8 | 144.7 | -72.1 |
| 1976 | -81.6 | 188.9 | +107.3 |
| 1977 | -109.9 | 219.0 | +109.1 |
| 1978 | -104.1 | 215.1 | +111.0 |
| 1979 | -214.1 | 260.8 | +46.7 |
| 1980 | -391.0 | 477.8 | +86.7 |
| 1981 | -260.7 | 287.4 | +26.7 |

(a) Cifras en dólares corrientes deflacionarias por el índice de valores unitarios mundiales de importación del FMI.
Fuentes: BCU, IFS.

sables, ambas en moneda nacional. La implicación es que, si el TRC baja será menos rentable usar bienes no transables, como mano de obra e inmuebles, para producir bienes transables. Si no es posible transferir los recursos a la producción de bienes no transables, y para ello suele haber dificultades, se generará desempleo y recesión. Nosotro vamos a presentar un índice de TRC que lleva en el numerador un promedio ponderado de los correctores implícitos del PBI para bienes exportables

ber que nivel es el de equilibrio. Al principio de la serie puede observarse un valor sumamente bajo de la variable. Si tomáramos como término de referencia (arbitrariamente) el trienio 1971-73 obtendríamos una medida de sobrevaluación (insuficiencia del TRC) de 16.5% para 1981. Si tomamos el quinquenio 1974-78, la medida de atraso sube al 29%. De modo general, la existencia de un tipo real de cambio deprimido por debajo del nivel de equilibrio no ofrece dudas, aunque sí

Liberalización y estabilización

puede plantearlas su cuantificación a través del tiempo.

Resta explicar el fenómeno, lo que intentaremos en el próximo artículo. Por hoy basta señalar que se trata de un problema. Como señalamos en la nota anterior, es inadmisibles sostener, como suele oírse, que la política comprendió una deliberada sobrevaluación del peso para combatir la inflación.

■ Tasa real de interés

Esta segunda variable presenta más dificultades de cuantificación que la anterior. La definición

$$r = \frac{i - p^*}{1 + p^*}$$

donde r es la tasa real de interés, i es la tasa nominal y p^* es la tasa esperada de inflación. Las dificultades surgen por la existencia de una variedad de tasas de interés, pero sobre todo por la imposibilidad de observar directamente la tasa esperada de inflación. La solución del problema puede intentarse por varias vías, a saber: (i) la utilización de un modelo para estimar la inflación esperada, (ii) suponer que los agentes económicos prevén perfectamente la inflación, y (iii) redefinir la variable de manera de utilizar la inflación efectivamente ocurrida durante el período de devengación de intereses. Este último concepto, las tasas reales

"ex post", tienen relevancia en el análisis de las transferencias de ingresos, pero son las tasas "ex ante" las que debe entenderse que pesan en las decisiones de los agentes económicos en una multiplicidad de aspectos de la mayor importancia, que oportunamente nos ocuparán. Las dos últimas soluciones coinciden cuantitativamente, y el Cuadro 2 muestra una serie de la tasa real "ex post", que sería también "ex ante" si en cada caso la inflación hubiese sido correctamente anticipada. Querríamos llamar la atención del lector sobre los siguientes aspectos.

● La serie empieza con una altura considerable de la tasa real, cuyo descenso comienza en la segunda mitad de 1978 y la tasa se vuelve fuertemente negativa en la primera mitad de 1979, fenómeno que se explica por la gran aceleración que experimenta la inflación, mucho más que por el descenso de las tasas nominales.

● Desde la segunda mitad de 1979 la tasa real sube a niveles muy elevados, y en 1981 y 82 llega a mostrar picos desmesurados, ahora debido al abatimiento de la tasa de inflación, que llega a ser negativa, medida por el índice de precios que indica el cuadro, durante tanto como un trimestre entero.

La simple inspección de las cifras sugieren que un período de gran auge económico, caracteri-

zado por muy alta inversión, un alto empleo, y gran altura en el precio de los activos reales, seguida de un período que invierte espectacularmente las características del anterior.

La explicación de esta evolución es la parte más difícil y también más importante del problema analítico que presenta esta experiencia con el tipo de cambio tabular. Hay que advertir que la inflación no está determinada, con tipo de cambio tabular o fijo, por la expansión monetaria, sino al revés, de manera que ésta no sirve para explicar lo que acontece con la tasa real de interés. El modelo empleado por la autoridad (ver nota X) conducía a esperar que la introducción de una tablita con tasa de devaluación declinante habría conducido a unas tasas de inflación y de interés nominal también declinantes, con tasas reales aproximadamente constantes. Preguntar por qué la realidad se apartó tanto del modelo es otra forma de plantear el mismo enigma.

■ Endeudamiento

Llegamos a una variable mucho más fácil de cuantificar, pero bastante difícil de interpretar en el contexto general. Ciertamente no es posible extraer ninguna conclusión de su monto solamente, ni de la comparación de su monto con el producto como algunos planteamientos del problema pretenden hacerlo, al menos implícitamente. Una comparación mucho más pertinente es entre el endeudamiento y la riqueza total

del sector privado. Para 1978 es posible estimar que aquel ascendía al 7% de ésta, lo que tal vez sea una proporción muy baja, fruto de muchos años de represión financiera. De manera que un crecimiento del endeudamiento a una tasa mayor que la del crecimiento del producto, como puede advertirse en el Cuadro 3, podría representar un ajuste de stocks perfectamente normal (lo que no implica naturalmente que el producido de las deudas incrementales haya sido juiciosa ni acertadamente invertido).

Tampoco tienen asidero alguno los argumentos que suelen formularse en el sentido de disociar el incremento de las deudas con la inversión real. El Cuadro 4 muestra las magnitudes del endeudamiento incremental y las de la inversión fija bruta del sector privado, cifra ésta que duplica largamente aquella en todos los años menos 1978.

Si bien entendemos que los datos sobre endeudamiento no tienen en sí mismos un mensaje muy claro que transmitir, ello cambia si se les mira en conjunto con las cifras sobre tasa real de interés, como haremos oportunamente.

■ Balanza de pagos

¿De dónde salieron los fondos que financiaron la expansión del endeudamiento del sector privado? ¿De dónde salió el ahorro que posibilitó el aumento de la inversión real? En la respuesta a estas preguntas la balanza de pagos en cuenta de capital desempeña un papel muy importan-

te. En este aspecto, y en general en todo lo relativo a la conformación de la balanza de pagos, el período de liberalización opera un cambio muy marcado, como se aprecia en el Cuadro 5. En alguna medida la introducción del sistema tabular en 1978 parece acentuar las tendencias de los años anteriores, particularmente en lo que a la cuenta de capital se refiere. La impresión de apertura que muestra el Cuadro 5, luego de las cifras de la década 1964-73 es realmente notable.

■ La coyuntura internacional

Desde el punto de vista mundial el período que nos ocupa es una etapa sumamente turbulenta, de la que querríamos destacar los siguientes rasgos generales.

● La influencia del precio del petróleo es bien conocido. La experiencia uruguaya de liberalización está asociada con el primer shock petrolero y representa una tentativa de recuperar los efectos del deterioro de los términos del intercambio que aquel nos deparó. Era una mala época para iniciar cualquier nueva experiencia, pero los hechos la forzaban, y sin su presión tal vez no se hubiera intentado nunca.

● Así como el primero shock petrolero de 1973-74 precedió la iniciación de la política de liberalización, el segundo shock petrolero sobrevenido en 1979 siguió de cerca la adopción de la política de estabilización concretada en el sistema tabular de

cambios. Fue una mala época para intentar la experiencia y sólo la imposibilidad de prever los acontecimientos futuros explica que se haya elegido para ensayarla.

● La inconveniencia del período para el esfuerzo de estabilización se deriva de las tasas de interés muy elevadas que empiezan a registrarse en todos los grandes mercados de capital a partir de 1981 con niveles reales en los mercados monetarios (a corto plazo) consistentemente positivos, en E.E. UU. cercanos a 10% en la primera mitad de 1982, así como de la brusca deceleración del crecimiento en los países industrializados, que a partir de 1979 tipifica según el diagnóstico del Banco de Pagos Internacionales (BPI) de Basilea un cuasi-estancamiento.

● Al mismo tiempo el tamaño del mercado para préstamos internacionales (offshore) crece constantemente hasta 1981, en gran medida alimentado por los reiterados excedentes en cuenta corriente de la OPEP. Mientras a fines de 1977 el endeudamiento global con la banca mundial offshore no llegaba a 500 mil millones de dólares a fines del '81 llegaba casi un billón doscientos mil millones, un crecimiento del 25% por año según datos del BPI. Nuestra apertura financiera permitió que demandáramos los fondos pero es importante tener en cuenta que estos se ofrecían en el mercado de manera particularmente abundante.