

En el último artículo pudimos apreciar cómo en 1986 —según estimación de este autor—

Director Responsable:

Ramón Díaz

Editor:

Daniela Arbillia

Director: Ramón Díaz, Manfredo Cikato, Pablo Fosvati, Ramiro Rodríguez Villamil y Daniela Arbillia.

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

Secretario de Redacción: Miguel Arregui.

Información política: Claudio Padillo (jefe), Gerardo Maronna, Alfonso Lessa, Luis Casal Beck, Álvaro Amvetti, Nelson Fernández.

Información general: Alejandro Noguera (jefe), Efraín Mannise, Alvaro Güz, Gabriel Recarte, Claudio Romanoff, Mónica Bottero.

Reportajes especiales: César Candia.

Indicadores económicos: Roberto Pautier (coordinador), Javier de Haedo (columnista), Carlos Mermot, Gustavo Michelin, Julio De Brum, Lorenzo Helguera y Gabriela Inciarte.

Información internacional: Yanina Olivera —Servicios especiales de "The Washington Post", "Los Angeles Times", "The Guardian", DPA, ANSA y AFP.

Cultura y espectáculos: Sergio Lacuesta (coordinador), Rodolfo Fattoruso y Barret Puig (columnistas), Jorge Castro Vega (teatro), Alvaro Sanjuán Toucou (cine) y Enrique Hetzel (jazz).

Medicina: Jean Richard.

Deportes: Mauricio Fernández Reyes.

Columnista: Juan Carlos Pautier (fútbol).

Humor: Kid Gragea, Aldo Cimmarota y Lésle e.

Archivo: Florencia Herrera.

Fotografía: Milton Cea.

Diagramación: Nelson García Serra.

Política monetaria:

Devaluación e inflación

el tipo real de cambio (TRC) sufrió un descenso apreciable, con el consiguiente deterioro de la capacidad de competencia de los exportadores uruguayos, así como de los productores domésticos de bienes importables, como consecuencia —según la interpretación que se propuso— de la aplicación de una regla cambiaria defectuosa para regir el sistema de paridad deslizante.

El tal defecto —siempre según la misma interpretación— provino del uso de una cesta de monedas para ajustar el tipo de cambio del peso a la respectiva paridad de poderes de compra (PPC), siendo así que simultáneamente entre las monedas de la cesta se estaban desarrollando ingentes desplazamientos de carácter real, ajenos a la PPC. Como consecuencia de ello el peso uruguayo se revaluó apreciablemente frente al dólar, en la misma dirección en que lo estaban haciendo el yen y el DM, siendo cuando menos harto dudoso que los factores que estaban fraguando el fortalecimiento de las monedas japonesa y alemana fuesen asimismo aplicables a la nuestra.

También allí se mostró que el deterioro cesó en 1987, si bien la recuperación registrada en ese año fue pequeña. Hoy me interesa precisamente considerar esa etapa, que se inicia en 1987, y que en mi opinión continúa hoy, en que el ritmo devaluatorio se acelera —no sé si por imperio de la misma regla cambiaria o de una adaptación menos apegada a los dictados de la canasta, y más movida por el temor de que la apreciación real del peso frente al dólar pudiese persistir, tal vez, —esto según mi apreciación estrictamente subjetiva— aspirando a revertir en alguna medida la apreciación real ya

plasmada.

Como habrá apreciado el lector, el artículo vuelve a incluir un gráfico, que nos permitirá seguir las alternativas de los ritmos devaluatorio e inflacionario. Antes, sin embargo, quiero detenerme un instante a examinar la relación entre la devaluación y la inflación por una parte, y el TRC por la otra. Voy a sugerir que, de hecho, esa relación tiende a ser elevada. Según mis cálculos, las variaciones del TRC entre 1975 y 1987 se explican en función de las variaciones del tipo de cambio nominal y del nivel del IPC en algo más de tres cuartas partes. (Una regresión del TRC sobre el tipo nominal y el IPC muestra un coeficiente de determinación de 78%). O sea que los precios internacionales —conceptualmente un ingrediente esencial en la generación del TRC— han tenido en el pasado un papel relativamente menor.

En el gráfico querría que nos concentráramos en primer término en la notable caída de la tasa de devaluación entre el pico de setiembre de 1985 y el fondo del valle de diciembre de 1986. Pasamos de una devaluación —respecto de los 12 meses anteriores— de 93% a una de 43%. Al mismo tiempo o mejor dicho con un rezago de medio año, la inflación también hace un pico, en abril del '86, y, por más que con algunos altibajos (que, dicho sea de paso, también se disciernen en la línea de la devaluación) desciende hasta marzo de 1988. Es difícil negar que ambos fenómenos se hallen recíprocamente relacionados. Lo es asimismo dejar de atribuir al amortiguamiento de la devaluación el papel de causa y al posterior amortiguamiento de la inflación el papel de efecto.

Por otra parte la correlación

apreciable empíricamente se condice con el análisis abstracto. Más aún, el hecho de que más devaluación debe significar en principio más inflación resulta simplemente aprehensible por intuición. Aparte de ese carácter intuitivo de la relación, sin embargo, y aparte de la relación entre devaluación e inflación que se manifiesta en los mercados de bienes, a través de mayores costos, debo llamar la atención del lector sobre otro efecto esencial, que se desenvuelve, no ya en el mercado de los bienes, sino en el mercado del dinero.

No hay que olvidar nunca que la inflación es y siempre ha sido, aquí y en todo otro lugar, un fenómeno monetario, esencialmente consecuencia de un desequilibrio entre la oferta y la demanda de dinero. Este es un activo que los agentes tienen, junto a otros, en sus carteras financieras, y que pueden reemplazarlo por otros —moneda extranjera, bonos y letras, monedas de oro, etc.— según resulte más o menos atractiva su tenencia. Imagínese una situación determinada de equilibrio en el mercado monetario, por lo que debe entenderse que la gente tiene ni más ni menos que la cantidad de dinero que hay. Supóngase que la moneda del ejemplo estaba siendo devaluada de manera continua por un sistema de paridad deslizante, y —segundo supuesto— que al levantarse el telón el ritmo de la devaluación aminoraba, mientras que —tercer supuesto— todo lo demás permanece igual (a lo que los economistas más aficionados al latín suelen hacer referencia con la locución *ceteris paribus*). Pues bien, no cabe duda de que una moneda que pasa a devaluarse más despacio, *ceteris paribus*, representa un activo más atractivo ahora que antes. Es razonable

suponer que los agentes privados quieren tener más dinero que antes en sus carteras financieras. Y, como el dinero seguirá emitiéndose a la misma tasa que antes (parte del supuesto *ceteris paribus*), sobrevenirá una demanda excedente de dinero, que es precisamente la clase de desequilibrio opuesta a la que genera inflación, por lo cual en este caso, sin necesidad de ocuparnos de nada respecto de los mercados de bienes, podremos de todos modos concluir que la inflación se amortiguará.

La autoridad monetaria habrá conseguido así un resultado atractivo con un expediente sobremano sencillo, que no exige las complicaciones de reducir el déficit fiscal, y allegando asimismo al prestigio del gobierno otras claras ventajas, como son, notoriamente, un salario real en ascenso, y una tasa de interés en descenso. El problema radica en que las bondades de esta política son transitorias. Se parecen a los beneficios que uno consigue si le deja de dar forraje a su burro. Ahorra dinero, pero el asno, justo cuando parecía que se iba acostumbrar al nuevo ré-

gimen de vida, se muere. Y el símil del burro hambriento en nuestra económica historia es el TRC. Justo cuando parecía que lo del TRC eran cuentos, hay algo en la economía que hace *croc*. Afortunadamente, en el caso uruguayo, en 1987, el dueño del burro decidió aumentarle la ración antes de que fuera demasiado tarde.

Pero, naturalmente, entonces sobrevienen dificultades que son gemelas de las ventajas que aportaba una tasa amortiguada de devaluación. *Ceteris paribus* habrá más inflación, tasas nominales de interés mayores y salarios reales que se rehúsan a seguir subiendo. Noten en el gráfico cómo la tasa de devaluación persigue a la de inflación, que viene enlenteciéndose, pero, cuando la alcanza, como si el contacto le hubiera dado nueva fuerza, la tasa de inflación vuelve a despegar.

La solución evidentemente no es fácil. Hay algo así como una asimetría. Era fácil descender por la ladera, que lucía verde y suave, pero cuando uno tiene que volver a remontarla, súbitamente, se vuelve agreste y escarpada. En esa coyuntura problemática, de tratar de alinear nuevamente tasas de devaluación e inflación, y mejorar el TRC, es que volveremos a visitar el tema. D.v., de aquí en una semana.

Tasa de incremento de precios y tipo de cambio cada mes respecto de 12 meses anteriores

