

La «enfermedad holandesa» en Uruguay: La tasa de cambio en el centro de la discusión¹

NOTA DE OPINIÓN

Gonzalo Pereira*

Los problemas actuales vinculados al «retraso cambiario» son de tal magnitud para el sector agropecuario y la economía en general que reclaman un esfuerzo máximo para entenderlos. Pues bien: ¿existe alguna racionalidad tras el comportamiento aparentemente caprichoso de los precios?; ¿la variación de la tasa de cambio real es un caso particular de un comportamiento general?; ¿Qué elementos nuevos inciden sobre la tasa de cambio?; ¿Cuáles son las perspectivas del atraso cambiario?; La discusión de tales interrogantes puede contribuir a comprender el complejo tema.

PAPEL CUMPLIDO POR LA VARIACIÓN DEL PRECIO DE LAS MERCANCÍAS EN MERCADO CERRADO

Todos hemos comprobado alguna situación de grandes excedentes de un producto, es decir, sobrantes con dificultades de colocación (por ejemplo las bolsas de 15 kg de naranjas a \$20 en 1998, las de papas a \$35 en marzo de 1999). Son situaciones especiales, en las que posiblemente el precio no cubra el costo de la mayoría de los productores. Sin embargo los productos se venden para reducir pérdidas, porque es peor no venderlos. Puede también suceder lo inverso: en una situación de escasez el precio del producto puede elevarse al punto que ocurran ganancias extraordinarias, más elevadas que lo que esperaba el productor (en marzo de 1998 el precio del ganado vacuno fue mucho mayor que el ocurrido en años precedentes).

Los ejemplos son útiles para comprobar que nos llaman la atención las situaciones que se apartan de lo normal, pero no siempre percibimos el significado de lo más frecuente, es decir, que no ocurran situaciones de grandes excedentes ni de grandes

faltantes; lo usual es un abastecimiento fluido al consumo, con un precio «normal» del producto. Un precio que reconoce los costos promedio de producción y permite una ganancia «razonable». Pero para que esto suceda tiene que ocurrir, justamente, **que el precio de un producto oscile**: en condiciones de escasez el precio alto estimula la producción del producto pues los productores procuran aumentar sus ganancias. Se verifica entonces un aumento de oferta y la escasez tiende a resolverse. Por el contrario, en condiciones de abundancia se verifica un precio «bajo» que desestimula la producción pues los productores no cubren sus expectativas de ganancias. Se reduce la oferta y la situación excedentaria se corrige.

De manera que **la variación del precio de una mercancía cumple un papel clave en el ajuste entre producción y consumo**. Se mueve pero no lo hace de manera arbitraria: oscila en torno a un nivel que respeta los costos medios de producción y la obtención de una ganancia para los productores, al tiempo que permite el abastecimiento a los consumidores. **Tiende a producirse lo que se demanda del producto, aunque nadie lo organice**. Y conlleva que en condiciones de abundancia de un bien suceda una transferencia de valor desde quienes lo producen hacia los compradores, o si se quiere, hacia la sociedad (y a la inversa, en condiciones de escasez).

Lo planteado para un producto opera en el conjunto de la actividad económica: la venta de las mercancías por un precio tendencial que registra el costo medio de producción más una ganancia normal, y las oscilaciones del precio de mercado en torno a dicho valor, es el mecanismo contemporáneo de asignación de la actividad económica a los diversos productos², de manera que tiende a no haber excedente o escasez de

ningún producto.

Pero para ello es imprescindible **que el precio pueda oscilar**.

UN CONVIDADO DE PIEDRA EN LA VARIACIÓN DEL PRECIO DE LAS MERCANCÍAS: LA INFLACIÓN

Ahora bien, el aumento del precio de las mercancías en condiciones de inflación no significa que todas lo hagan a la misma velocidad. Lo antes mencionado sobre las necesarias variaciones del precio de las mercancías se aplica así: si un producto aumenta de precio a menor velocidad que el conjunto de las mercancías (registrado por el IPC, índice general de precios al consumidor) significa una reducción real del precio. A la inversa, un aumento mayor, significa un aumento real del precio. Y así opera el ajuste antes señalado entre producción y necesidades solventes de la sociedad. Pero obsérvese que en condiciones de inflación el fenómeno indicado de aumento o reducción del precio de un producto como forma de ajustar producción y demanda solvente, resulta menos visible.

Actualmente comprobamos un aumento sostenido de los precios, a mayor o menor velocidad, según país o momento. Una modificación sistemática del precio de las mercancías que corresponde a la inflación, y debido a su importancia y conexión con la tasa de cambio la veremos sintéticamente. Para la comprensión del desarrollo de todos los fenómenos sociales el análisis histórico es particularmente útil, y es sobremanera cierto en el caso del dinero³. Pero si solamente nos atenemos a la actualidad, con vigencia del monopolio emisor de dinero por parte del Estado, encontramos que sus necesidades financieras llevan a una creación de dinero mayor que el aumento del valor de las mercancías que circulan. Un aumento sistemático de la cantidad de dinero que reduce el valor de cada peso. Es la realidad actual de inflación: el aumento cotidiano de los precios de los productos no hace más que expresar la pérdida de valor de cada peso. En la Figura 1 se puede observar la estrecha

¹ Versión corregida de la ponencia preparada para la Jornada de la Sociedad Uruguaya de Economistas Agrícolas (24 de junio 1999).

*Ing. Agr. Dpto. Ciencias Sociales. Facultad de Agronomía.

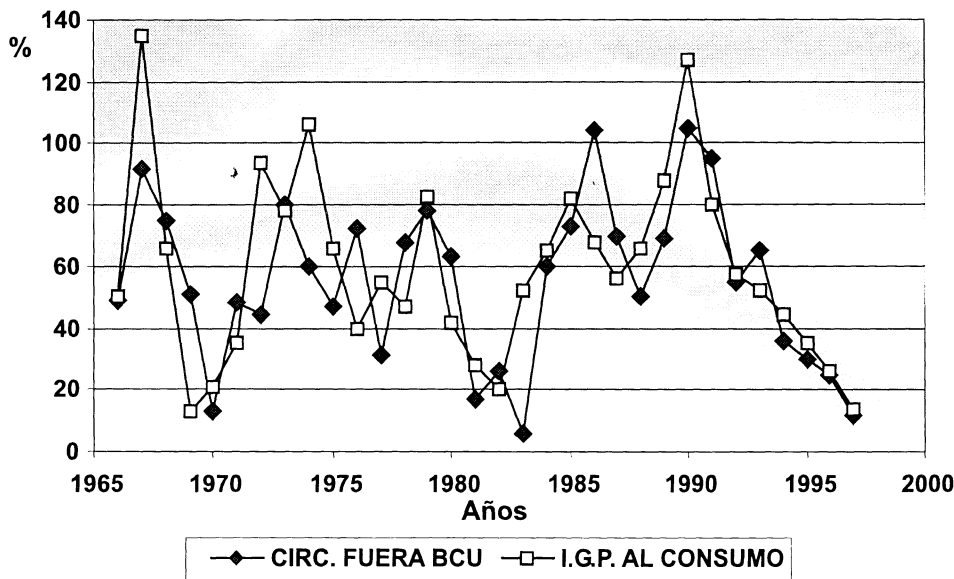


Figura 1. Precios y dinero circulante % de incremento anual

relación entre el aumento anual de la cantidad de dinero emitido por el Banco Central (dinero fuera del BCU) y la inflación indicada por el Índice de los Precios al Consumidor (ambos expresados como porcentaje).

La explicación de las fuertes variaciones de la inflación, con años próximos al 100% y otros con valores pequeños, se remite a identificar las razones que llevaron a emitir dinero a mayor o menor velocidad². Puede verse, y volveremos sobre el tema, que desde 1990 se redujo sistemáticamente la velocidad de emisión de dinero y que la inflación lo registró puntualmente.

LA TASA DE CAMBIO: UN PRECIO MUY ESPECIAL QUE TAMBIÉN OPERA COMO REGULADOR

Pasemos ahora al centro de nuestro interés: la situación actual de la tasa de cambio en Uruguay y lo que se ha denominado «retraso cambiario». Desde los más diversos orígenes se lo proclama: gremiales agropecuarias, analistas y recientemente, el reconocimiento oficial. En la Figura 2 se indica la evolución de la tasa de cambio real mediante la relación de la tasa de cambio nominal con el índice de precios (y tomando en cuenta la propia variación del valor del

dólar mediante el índice de precios de los EE. UU.). El nivel de sobrevaluación del peso, o subvaluación del dólar, o «retraso cambiario» del período 1995/99 solamente tiene precedentes en 1982, vísperas del quiebre de la «tablita», y en los 50' (debido al éxito de las exportaciones de lana por la guerra de Corea y la restricción de importaciones, con consecuente reducida demanda de divisas).

Si bien es poco cuestionable el retraso cambiario actual, existe una gran polémica en torno a la explicación de sus causas y la forma de resolverlo. Veamos algunas consideraciones.

En primer lugar, el funcionamiento en ciclos de la tasa de cambio no puede llamar la atención si aceptamos lo arriba planteado: la tasa de cambio real es el precio del dólar expresado en pesos constantes y como todo precio se mueve en ciclos en torno al precio de equilibrio. Si el precio que opera como eje de oscilaciones de cualquier mercancía es el que permite cubrir los costos de producción, arrojar una ganancia normal para la situación promedio de los productores y permitir una oferta similar a la demanda solvente, ¿cuál es el eje de oscilación del precio de esta mercancía tan especial como el dólar?

Es claro que su definición es diferente pues no existe paralelo entre cualquier mercancía y el dólar: éste no se puede «producir» en un proceso productivo. Tampoco se puede emitir, pues es un privilegio de la Reserva Federal de los EE. UU. El mercado del dólar es un mercado muy particular, sin productos y consumidores convencionales. Para abordarlo realicemos simplificaciones iniciales que luego levantaremos.

OSCILACIÓN DE LA TASA DE CAMBIO EN CONDICIONES SIMPLIFICADAS

Supongamos para comenzar que la única relación entre el país y el exterior se realiza mediante exportación e importación de productos, sin turismo, ni movimiento de capital sobre fronteras. Así existe solamente una fuente de dólares: las exportaciones. Y solamente una razón de demanda de dólares: las necesidades de importación.

Analicemos un primer escenario: supongamos que durante un período de varios años se verifican excedentes de exportaciones sobre importaciones y que se genera una situación de abundancia de dólares. Por tanto, el dólar se «abaratará» (su precio, la tasa de cambio, mostrará una evolución más lenta que el conjunto de los precios, por tanto, un «retraso cambiario»). Como el precio internacional de los productos exportables o importables (transables) es un dato de la realidad (para simplificar podemos suponerlo fijo), los exportadores obtendrán cada vez menos pesos por unidad exportada,

En vigencia de estas condiciones, el precio interno de los productos transables, importables o exportables, tenderá a ser el precio internacional multiplicado por una tasa de cambio atrasada, de «pocos» pesos por dólar. Y presenta una evolución menos rápida que el resto de los precios de la economía. De manera que **los productos transables se abaratan**. Y se estimulan las importaciones de estos productos, contribuyendo de manera adicional a reducir el precio interno. Queda así afectado el giro de los exportadores, sus ingresos, y en definitiva, su rentabilidad.

Si los transables se abaratan frente al promedio de los precios de la economía, es decir, evolucionan menos rápidamente que el índice general de los precios, **los productos no transables se encarecen**, pues aumentan más rápidamente que el promedio de los precios. Y se benefician los productores de esta clase de bienes y servicios.

Se crea una situación de transferencia de riqueza desde los exportadores hacia el conjunto de la economía, pues sus productos - vía tasa de cambio - se venden por

2 Esta forma de funcionamiento del actual sistema de producción fue denominada «ley del valor» en *El Capital*. También allí se puede encontrar el planteo de la ley sobre la reducción del valor de las mercancías con el transcurrir del tiempo debido a la aplicación de cambios técnicos a la búsqueda de maximizar ganancias. Una presentación sintética de la relación oferta-demanda-valor se encuentra en Pereira, G., «Teoría del Valor-Trabajo y precios agropecuarios», Facultad de Agronomía, 1996.

3 Sobre el punto se puede consultar el Anexo III Aproximaciones a la caracterización del dinero actual; Pereira, G., «Desafíos del desarrollo económico», Editorial Hemisferio Sur, 1994.

4 En el Capítulo 4 de «Desafíos...» op. cit. se puede ver una aproximación a lo sucedido al respecto en los últimos lustros en nuestro país.

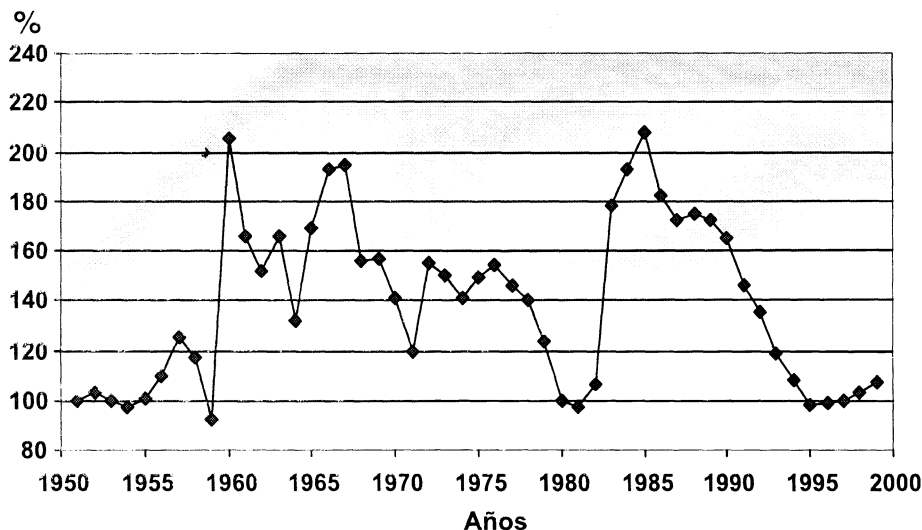


Figura 2. Tasa de cambio real (%) TC interb./ TC explicada por inflación.

debajo de su valor.

Pero tal situación no es sostenible porque afecta a una clave del funcionamiento económico: la rentabilidad de las empresas orientadas a productos de exportación. Y éstas reducen su oferta de productos exportables. Al hacerlo se reduce la «producción» de dólares. De manera que el movimiento de la situación planteada conduce a la reducción de la oferta de dólares y a condiciones de escasez de la divisa y al aumento de su precio, la tasa de cambio. Por lo tanto, conduce a la modificación del «atraso cambiario».

Por lo tanto, la dinámica del primer escenario aproxima a una situación inversa: si se verificara insuficiencia de exportaciones frente a la necesidad de importaciones habrá una situación de escasez de dólares: el dólar comenzará a encarecerse aumentando su precio (la tasa de cambio) más rápidamente que el conjunto de los precios; un adelanto cambiario que **encarece los productos exportables**, haciendo que los productores que se orientan al mercado exterior obtengan más pesos por una unidad de exportación. Y las importaciones competitivas con el producto que producen se ven desfavorecidas. Por ambas razones se verifica un aumento real del precio interno de los productos exportables. En efecto, el precio de los productos exportables, como producto del precio in-

ternacional por una tasa de cambio adelantada, se encarece y aumenta más rápido que el índice de los precios, particularmente más que el precio de los no transables. Toca entonces el turno de transferencia desde el conjunto de la economía hacia los exportadores, beneficiando su ingreso y rentabilidad, pues sus productos se venden por encima de su valor.

Como resultado, el movimiento lleva a que los exportadores aumentan su oferta; es decir, la producción de productos exportables. Y por tanto, la de dólares. El encarecimiento de los productos exportables también contribuye a una reducción de su consumo interno, liberando mayores volúmenes para la exportación. El resultado es un mayor volumen de exportaciones y un incremento de la oferta de dólares. Ésta determina abundancia de divisa, abaratamiento de la misma y retroceso del «adelanto cambiario».

Estamos en presencia de **un ciclo de la tasa de cambio**⁵, en primera instancia similar al del precio de cualquier mercancía, pero afectado por el funcionamiento del mercado exterior. Opera regulando la producción exportable en función de las necesidades de importación y arroja un comportamiento inverso de la evolución del precio de los productos transables y los no transables⁶. Un paralelo, aunque más complejo, con la regu-

lación de la producción de un producto y su demanda solvente mediante las oscilaciones del precio del producto, como vimos al comienzo. De manera que bajo el supuesto del comercio como única forma de vinculación económica internacional del país, el precio del dólar se mueve en un ciclo que regula la producción de exportables por la única vía posible en condiciones de producción capitalista de mercancías: la modificación de la rentabilidad de los productores⁷. ¿Cuál sería la longitud de los ciclos?. A diferencia de la producción de un producto antes vista, en la que el ajuste entre producción y demanda vía precio puede ser muy rápida, aquí es más largo el proceso de ajuste. Entre otras cosas porque puede no haber forma de aumentar exportaciones. O puede haber dificultad de reducirlas, ante falta de opciones para los productores de productos exportables.

Obsérvese nuevamente la Figura 2; hasta 1959 operó una restricción de importaciones que redujo el requerimiento de dólares y contribuyó a sostener una tasa baja de cambio. De todas maneras, acumuló tensiones por aumento de déficit comercial que dieron pie a una nueva política económica. En efecto, la Reforma Cambiaria y Monetaria redujo la regulación estatal de la tasa de cambio en un marco de liberación de importaciones y mantenimiento de las dificultades de las exportaciones. Al punto que se verificó el más espectacular aumento de la tasa real de cambio: en 1960 salta al doble del nivel de origen (200 y 300%, respectivamente). A partir de 1960, y debido a las condiciones de mayor liberación, los ciclos de atraso y adelanto de la tasa de cambio son menos agudos y más breves, en torno a 7/8 años: en 1964 un pico de atraso, en 1967 un pico de adelanto, en 1971 uno de atraso, de 1972 a 1976 de adelanto. En 1964 el retraso acumulado deriva en acumulación de déficit comercial; el siguiente adelanto con un máximo en 1967 lo reduce hasta 1968. En el ciclo siguiente ocurre algo similar. Durante casi 20 años posteriores a 1960 el ciclo de la tasa de cambio opera acorde al supuesto de protagonismo del saldo de la balanza comercial y reducida importancia de los flujos de capital sobre fronteras. Y lo más destacable a nuestros efectos: es un ciclo con oscilaciones moderadas entre los extremos de atraso y adelanto cambiario. Y con período breve de unos 8 años.

NUEVOS FACTORES DE INCIDENCIA SOBRE LA TASA DE CAMBIO: DEUDA EXTERNA Y MOVIMIENTOS DE CAPITALES

En el período de dos décadas arriba señalado comienza a gestarse una situación

⁵ En el Anexo IV La tasa de cambio, de «Desafíos...» op. cit. se presenta un desarrollo mayor de este tema.

⁶ En «Un modelo para comprender la 'enfermedad uruguaya'», de Bergara, M. et al., Revista Economía, BCU, noviembre 1995, se presenta un modelo de tres bienes: transables, transables en la región y no transables.

⁷ Aún con el supuesto simplificador indicado, la realidad es más compleja. En el Anexo IV de «Desafíos...», op. cit. se expone la hipótesis que la tasa de cambio de Uruguay permaneció sobrevalorada por décadas debido a la forma de inserción en el mercado mundial con productos primarios.

novedosa: en el relacionamiento económico externo de nuestro país tendrá importancia un elemento adicional al comercio: es el incremento de la deuda externa como proporción del producto. En efecto, ante las dificultades de cubrir necesidades de importación con el producto de exportaciones, comienza a crecer la importancia del endeudamiento externo y el efecto de los préstamos, que operan como oferta sobre el mercado de divisa. En contapartida, su servicio anual comienza a tomar volumen frente a la importación exportación de mercancías. Ha aparecido un nuevo componente en el mercado de la divisa, pues la deuda externa (sobre todo la pública) implica que el gobierno opere comprando divisas para cubrir sus compromisos. Una demanda de dólares, ajena y adicional a la de importaciones. Es un nuevo factor que opera como encarecimiento (sobreevaluación) del dólar, efecto contrario al producido por el ingreso de un préstamo externo sobre el mercado de la divisa. ¿Cuál predomina y en qué momento?. Los sucesos ocurridos a partir de 1977 son ilustrativos: la política de ancla cambiaria, con uso de préstamos externos para sostener la tasa de cambio preanunciada mediante la «tablita» provoca un notable retraso de la tasa de cambio. Podría simplificarse diciendo que la política económica llevó a un notable abaratamiento del dólar⁸, pero tal formulación no debe confundir la esencia de la cuestión: fue el flujo inédito de capital externo de préstamo hacia dentro de fronteras - estimulado por la política económica - quien abarató el dólar al punto de jaquear la producción exportable y en general a la de transables⁹. Y ocurrió una notable transferencia desde los productores de rubros exportables hacia el conjunto de la economía.

Cuando tal flujo de créditos internacionales se cortó por la moratoria brasileña, que alertó a los prestamistas internacionales sobre el riesgo de recuperación de créditos, la «tablita» quebró y la tasa de cambio saltó hacia un adelanto inédito, con un máximo en 1985. Tocó la hora de una transferencia desde el conjunto de la economía hacia los rubros exportables. La tasa de cambio comienza un descenso. Pero no se detuvo en

8 El único fenómeno de similar magnitud de retraso cambiario en décadas anteriores ocurrió en los años previos a 1957, pero por una vía inversa: la reducción de la demanda de dólares mediante restricción de importaciones.

9 Una interpretación del móvil de la política económica que sostuvo la «Tablita» puede consultarse en el Capítulo 2 de «Desafíos...» op. cit.

10 Tal potencia de oscilación no existe en países industrializados.

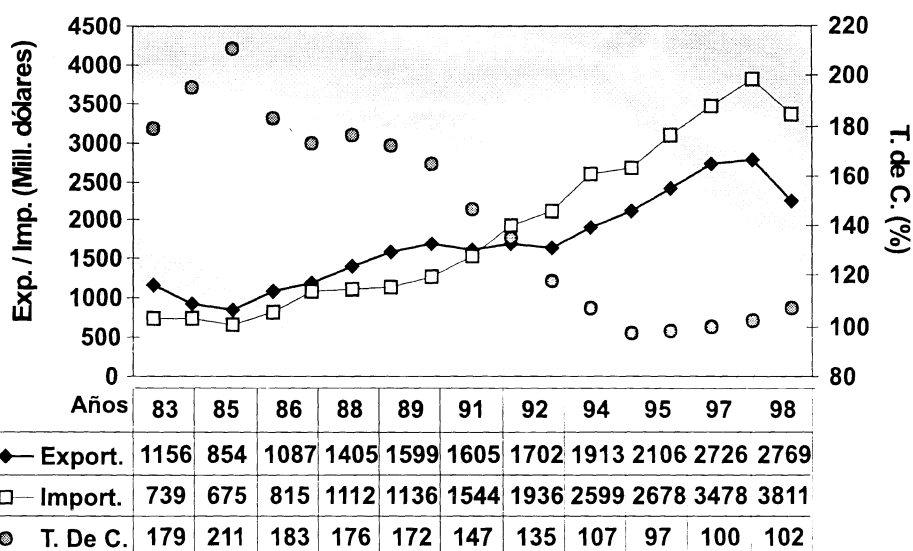


Figura 3. Exportaciones, importaciones y tasa de cambio real (con base 100 en el año 1997)

el eje histórico ocurrido hacia 1990 (Figura 2) sino que continuó descendiendo hasta 1995, llegando a un piso solamente registrado cuando la «tablita» y a comienzos de la década de los 50'. Y allí se mantiene hasta 1999. Ha provocado tal reducción del ingreso de los productores agropecuarios que explica su movilización inédita del 13 de abril de 1999, que solamente tiene parangón en el movimiento ruralista, justamente, durante el retraso cambiario provocado por la política industrializadora de los años 50'. También el gran retraso cambiario sucedido durante la «tablita» en dictadura fue fuertemente re-

sistido por los productores agropecuarios, pero en condiciones menos favorables para movilizaciones como la reciente (observar en la Figura 2 los tres momentos de retraso cambiario citados). Las tres grandes movilizaciones sociales del campo uruguayo han tenido en común una situación de severo atraso cambiario.

Hay otro hecho nuevo de gran trascendencia: cuando la evolución de la tasa de cambio responde no solamente al saldo de la balanza comercial sino además al saldo de bienes y servicios y al movimiento de capitales, sus oscilaciones son mucho más in-

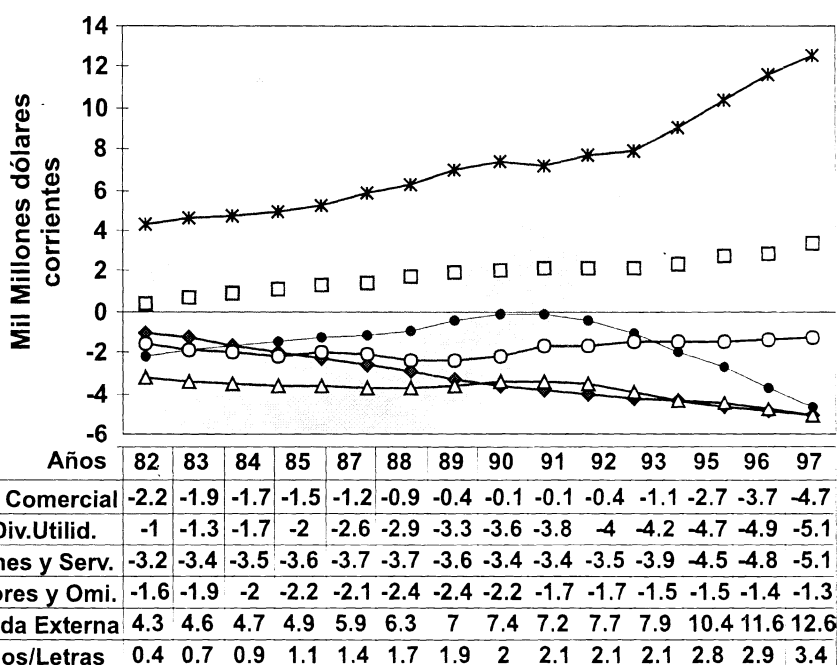


Figura 4. Relaciones económicas con exterior, saldos acumulados 1982/97

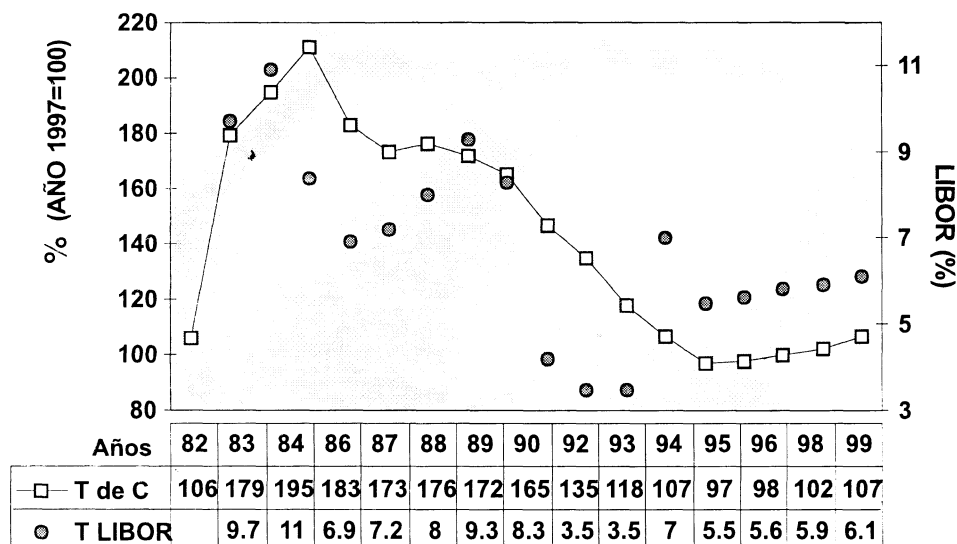


Figura 5. Tasa de cambio real y tasa de interés

tensas. En efecto, a partir de la «tablita» es notable la violencia de las oscilaciones entre las mínimas de «retraso cambiario» y las máximas de «adelanto cambiario»¹⁰, como se puede ver en la Figura 2. Y quizás por la misma razón **el ciclo presenta un período más largo** que en el pasado.

La agudeza de los ciclos de la tasa de cambio tiene un factor adicional de gravedad debido a que Uruguay tiene un elevado coeficiente de apertura comercial. El hecho de que las exportaciones e importaciones compongan hoy una masa relativamente grande de mercaderías afectada directamente por las fortísimas oscilaciones de la tasa de cambio es de notable importancia para el funcionamiento de la economía. Pues significa **destrucciones periódicas del aparato productivo de transables** de una magnitud mayor que en el pasado. Un tercer aspecto a registrar es que dentro de las actividades afectadas se encuentran productores del agro que, a diferencia de un industrial que puede abandonar la producción de exportables por la de productos para el mercado interno, carecen de posibilidades de cam-

biar de giro de actividad.

Ahora bien, más allá de los problemas de un ciclo agudo de la tasa de cambio, ¿por qué ahora el ciclo no se está comportando como tal?; ¿por qué el fenómeno de retraso cambiario se mantiene en un piso durante más de 5 años y pone en jaque a la producción de exportables y transables en general?¹¹. Veamos. En primer lugar, **la evolución de la tasa de cambio real ha estado en correspondencia con la balanza comercial**, como se muestra en la Figura 3: el atraso cambiario sucedido desde 1990 ha determinado saldos negativos, frente a los gruesos saldos positivos ocurridos hasta ese año. Sin embargo, el grueso déficit de la balanza comercial de bienes registrado desde 1992 no es suficiente para levantar la tasa de cambio real; lo nuevo radica en que **el saldo de mercancías ha perdido importancia frente a otros vectores del mercado de oferta y demanda de divisas**. Las actividades productoras de divisas pueden manifestarse como superfluas para pánico de productores de productos transables, al punto que aparecen como prescindibles. Su situación de baja

11 «Se ha sostenido, en un análisis que no compartimos por incompleto, que se profundizaron las pautas de consumo y las decisiones de gasto de la población. Las mismas dispusieron de divisas para la realización de importaciones por retorno de capitales nacionales salidos durante el episodio de la «tablita», que además se canalizaron al crédito. Serían las decisiones de gasto, presentes en la economía real, las responsables de una evolución más rápida del precio de las mercancías no transables que el de las transables, una evolución más rápida del IPC que la tasa de cambio. El «retraso cambiario» es visto desde este análisis como un resultado del movimiento económico. Y acorde, via banda de flotación, al objetivo de reducción de la inflación por dar certeza a los agentes económicos. Y se relativiza el efecto depresor del nivel de la tasa de cambio sobre las actividades exportadoras porque éstas siguieron creciendo (aunque menos rápidamente que las importaciones) y el saldo de bienes y servicios de la Balanza de Pagos ha estado bastante equilibrado, sobre todo por el concepto turismo. Las dificultades de sectores exportadores corresponderían a sus problemas intrínsecos de competitividad externa más que a la situación de la tasa cambiaria. Y que la política económica no debería frenar los flujos de capital; pues levantan una restricción clásica del país»; Pereira, G.; «Rumbos del desarrollo económico» del libro «Futuro de la sociedad uruguaya»; 1999; Centro de Estudios Estratégicos 1815; Edit. Banda Oriental

rentabilidad no parece crear las condiciones para el reflujo de la fase de tasa de cambio atrasada. Es decir, **la evolución de la tasa real de cambio se hace indiferente al saldo comercial durante un periodo que resulta insólitamente largo**.

Sucede que en la regulación de la relación de la economía nacional con el exterior el ciclo de la tasa de cambio pasó a un segundo plano. La masa del flujo de capital en una fase del ciclo de ingreso al país desplaza completamente del centro de gravedad al saldo de la balanza comercial (Figura 4).

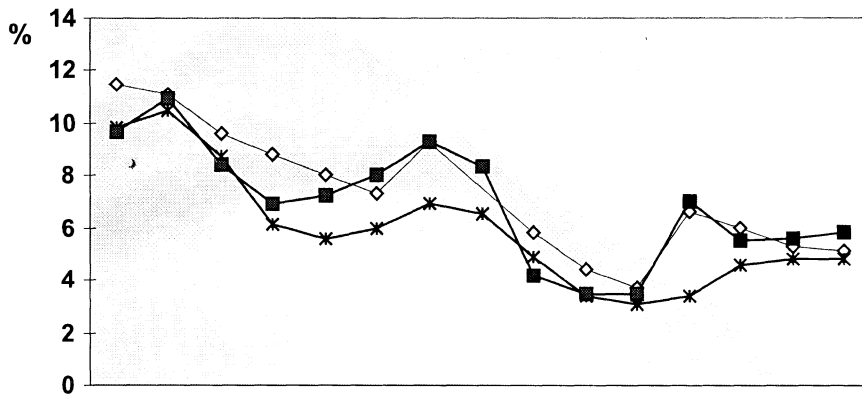
El centro de gravedad está ocupado en esta fase por el movimiento de ingreso de capital al país, determinado en primer lugar por la reducción de la tasa mundial de interés (Figura 5).

En 1990 se repite el fenómeno que condujo a fines de los 70' a la toma de créditos externos, a la «tablita» y al retraso cambiario que duró hasta noviembre de 1982: la tasa internacional de interés se desploma y el capital se va de los bancos de los países centrales y busca puntos más atractivos en los países emergentes. En el caso de Uruguay el imán para tal ingreso de capital no parece encontrarse en mayores tasas de interés bancarias locales (Figura 6), sino en el atractivo del financiamiento del crédito al consumo interno, sobre todo de bienes importados, que observó un crecimiento inédito. Con la particularidad que ambos fenómenos no son independientes, pues el propio ingreso de capital abarata los bienes importados.

Ciertamente que también incidió la emisión de Bonos y Letras en moneda extranjera (Figura 7).

Estamos frente a una profunda dolarización de la economía nacional. No nueva, pero sí acumulada en el tiempo. Tal grado de presencia de moneda extranjera ha reducido la importancia relativa de la masa de moneda nacional a la mínima expresión (Figura 8).

De manera que el saldo de la balanza de bienes para analizar los ciclos de la tasa de cambio ha perdido importancia desde 1978 a la fecha. El ingreso neto de capitales al país por diversos conceptos (turismo, inversiones, pero sobre todo depósitos) compuso una oferta abundante del dólar que conserva su precio en un nivel inéditamente bajo¹². No es un «ancla cambiaria» aplicada por el BCU quien mantiene a la tasa de cambio real en su bajo nivel para reducir la inflación: tal papel lo ha cumplido la tendencia a la reducción de emisión de dinero nativo (Figura 1). Más aún, sin el cumplimiento de la banda de flotación el retraso cambiario sería aun mayor, pues el Banco Central ha estado acu-



Años	83	84	85	86	87	88	89	90	91	92	93	94	95	96	97
ByL	11.5	11.1	9.6	8.8	8	7.3	9.3		5.8	4.4	3.7	6.6	6	5.3	5.1
Pzo Fijo	9.8	10.5	8.7	6.1	5.6	6	6.9	6.5	4.9	3.4	3.1	3.4	4.6	4.8	4.8
LIBOR	9.7	10.9	8.4	6.9	7.2	8	9.3	8.3	4.2	3.5	3.5	7	5.5	5.6	5.8

FUENTE: BOLETIN ESTADISTICO BCU
 INTERESES B&L HASTA 1989: ESTIMACION BASADA EN BERGARA M. ET. AL.

Figura 6. Tasas de intereses de bonos y letras, Libor y de operacione pasivas plazo fijo.

mulando reservas por comprar dólares cuando su cotización tocaba el piso.

Estamos frente a una forma especial de la «enfermedad holandesa», que sucede cuando un país encuentra una exportación exitosa y permanente (el ejemplo clásico es el petróleo: «...a consecuencia de la revaluación de la moneda por un producto de exportación dominante (por ejemplo el petróleo), los productos industriales no llegan a ser competitivos. La extracción (de petróleo) es más rentable que la producción, y la industrialización se bloquea...»¹³. Lo que la cita sostiene sobre el bloqueo de la industria, en nuestro caso es válido además para el bloqueo de la producción agropecuaria. Pero hay una gran diferencia con una situación como la del Uruguay, en la que la abundancia de dólares se debe al

ingreso de capitales: el flujo no puede más que ser circunstancial, no puede ser permanente; no significa creación real de divisas mediante un mecanismo autosostenido; no implica aparato productivo detrás (pero no se debe perder de vista que una parte corresponde a obtención de divisas por actividades de desarrollo nuevo, como turismo y software, que sí tienen tal carácter). El ingreso de capitales (atraído fundamentalmente por el crédito al consumo), además de desrentabilizar la producción agropecuaria, le da un carácter «superfluo» a sus exportaciones: el país no las necesita como tradicionalmente. Mientras dure la entrada de capitales... lo que depende de que se mantenga operando el crédito al comercio y al consumo. ¿Por qué importa entonces identificar la diferencia con el caso clásico de la

«enfermedad holandesa»? Porque en nuestro caso cabe esperar una reversión del ingreso de capitales. De manera que hay que proteger al aparato productivo que logra divisas de la destrucción que lo amenaza. No se lo puede dejar morir durante el período crítico. No es un segmento descartable de la economía nacional, es el principal de los competitivos, aun en un escenario negativo como el actual.

REFLEXIONES SOBRE EL FUTURO

Miremos hacia adelante: el enfoque que no compartimos indicado en la nota al pie número 7 sostiene que no existe atraso cambiario porque no hay venta de reservas para mantener baja la tasa de cambio. Y fundamenta la actual banda de flotación y también la hipótesis que la productividad perdida vía tasa de cambio solamente puede y debe recuperarse vía reducción de costos. Ahora bien, **la posible reducción de costos (incluyendo una disminución impositiva), es de cuantía completamente insuficiente para compensar la caída del precio del producto transable debida a retraso cambiario.** En segundo término, sostener este enfoque puede tener el problema de las profecías auto-realizadas, en el sentido que se dispondría de herramientas para, efectivamente, mantener baja la tasa de cambio durante un tiempo, mediante venta de reservas, como hizo Brasil antes que se impusieran las fuerzas que llevaron a la devaluación. Pero quizás lo más interesante desde el punto de vista teórico radique en la inconsistencia de un pensamiento económico que reconoce la importancia del mercado en la definición del precio de los factores y los productos pero que pretende fijar el precio de la divisa dentro del rango de la banda de flotación. En los hechos, decretar un valor casi fijo para una variable fundamental, que para jugar su pa-

Sdodera

SEGUROS

Florida 1151 esq. Dr. Herrera
 Tel. (072) 24975 - Fax 23872
 Paysandú - Uruguay

- ✓ RIESGOS CLIMATICOS: Granizo, exceso de lluvia, vientos, heladas.
- ✓ AUTOMOTORES en general, maquinaria agrícola y vial.
- ✓ INCENDIOS: Edificios, contenido de existencia, montes forestales, comercios
- ✓ ACCIDENTES DE TRABAJO
- ✓ TRANSPORTE DE MERCADERIAS
- ✓ COMERCIOS: Hurto e incendio.

atención integral

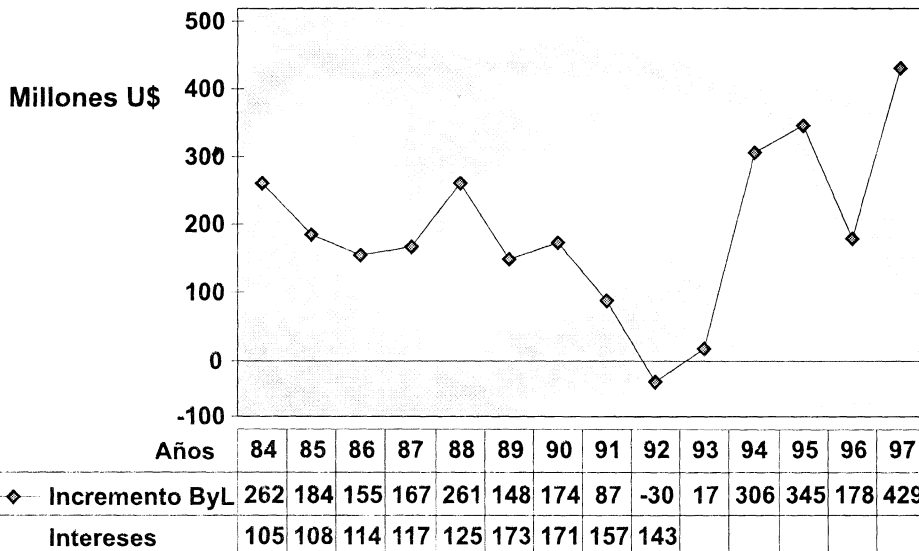


Figura 7. Incremento anual de bonos y letras e intereses pagados (dólares corr.)

Fuente: Boletín estadístico y de prensa del BCU

pel debe, justamente, variar.

Un segundo tema radica en que si bien la política económica no es responsable directa del retraso cambiario sí lo es por resignar responsabilidad ante el movimiento de entrada de capitales¹⁴. La desregulación de la economía es la principal responsable de la situación¹⁵. Lo criticable de la política económica es no haber regulado el ingreso masivo de capitales, sobre todo por los incentivos del negocio del crédito al consumo de productos importados, lo que provoca una abundancia de dólares que arrastró y mantiene en un piso a la tasa real de cambio. Ciertamente que no es un problema específico de nuestro país: la esencia de la globalización ha sido identificada en un notable incremento del movimiento de capitales entre países, particularmente desde los industrializados hacia los subdesarrollados. George Soros, quien lo sostiene¹⁶ desde una posición privilegiada de información y formación, agrega además que el principal riesgo del sistema económico contemporáneo radica en que tales movimientos de capital no se rigen por el equilibrio, y en la ausencia

de una globalización paralela capaz de racionalizarlos. Al punto que el movimiento de capitales puede operar como una «bola de demolición» sobre las economías atrasadas.

Ciertamente que es un gran problema y las dificultades de la producción de transables de Uruguay lo demuestran. Ante él, ¿cabe esperar que una instancia institucional mundial lo encare?. Hay señales de que se está analizando tal posibilidad en organismos internacionales. Pero, ¿alcanza con esperar que se concrete?. Parece necesario encarar medidas, aunque sean unilaterales.

En síntesis: desde mi punto de vista, el nivel actual de la tasa de cambio no se encuentra próximo al eje de equilibrio de mediano plazo y no se mantendrá dentro de la banda comprometida. No porque se decrete una devaluación (como he tratado de fundamentar y contra lo que muchísimos damnificados creen), sino porque en algún momento predominarán los vectores de deman-

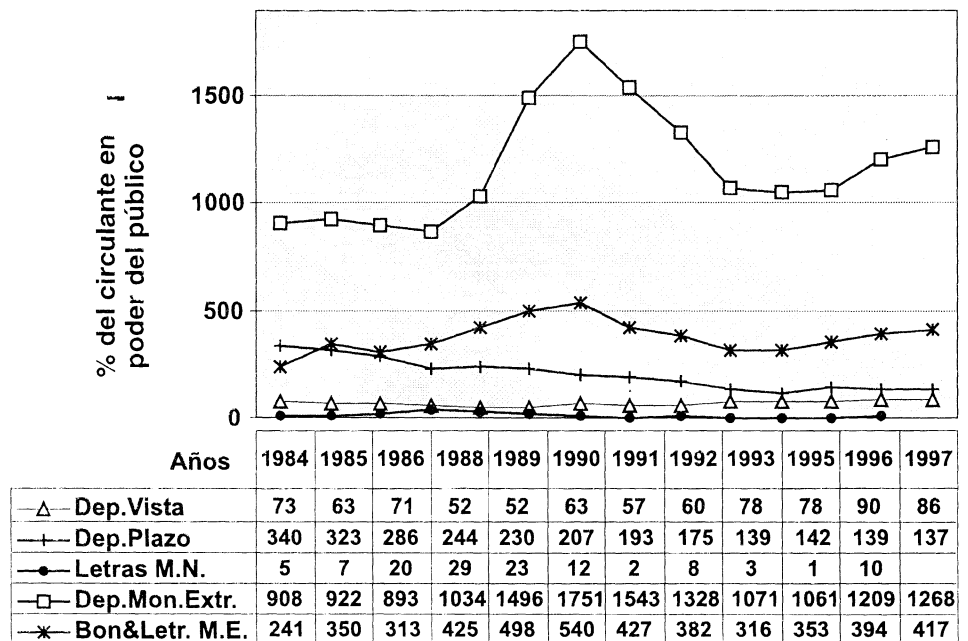


Figura 8. Activos financ. en sist. bancario, deposit. vista, plazo y letras en moneda nacional, depósitos, bonos y letras moneda extranjera.

12 En la ponencia «Rumbos...» op. cit. expongo que se repite el fundamento del movimiento centrífugo de capital desde los centros económicos mundiales debido a la caída de la tasa de interés que operó cuando la «tablita», pero sin el papel cumplido por la política económica de entonces.

13 Alvater, Elmar; Obáculos en la trayectoria del desarrollo; en Los retos de la globalización, Editado por UNESCO, 1998.

14 «... la clave radica en la actitud ante el ingreso de capitales para ser depositados en la banca local. La Figura 9 muestra que en el período ha aumentado notablemente la magnitud de la deuda externa bruta, es decir, el ingreso de dólares al país, sobre todo bajo la forma de depósitos de no residentes en la banca local. No parece haber un atractivo evidente para su depósito en la banca local, pues recibe una tasa nativa de interés de moneda extranjera similar a la tasa Libor (Figura 10). Una parte vuelve a salir en operaciones off shore, de manera que no incidiría en el mercado de nacional de divisa, y por tanto, sobre el atraso cambiario. Otra parte es canalizada dentro de fronteras: una fracción como créditos al consumo y otra puede ser cambiada y colocada a interés como moneda nacional, aprovechando la certeza de la banda de flotación (no parece ser de significación según la Figura 11). Ambas provocan una sobrevaloración de divisas en plaza con una característica perversa: la saturación provoca rezago cambiario, éste abarata los productos importados y estimula su consumo. Y reclama más créditos para financiarlo. Un circuito en el que las mercancías importadas abarataadas por el proceso aceleran la toma de créditos en dólares. Y el proceso se retroalimenta; mientras haya entrada de divisas y confianza en la recuperación de los créditos»; «Rumbos...» op. cit. También allí desarrollo una interpretación sobre la causa de fondo de las políticas económicas favorables al ingreso de capitales del período de la «tablita» y del actual.

da de dólares sobre los de oferta. El capital ingresado reclama sus réditos, crece el saldo negativo de la balanza comercial y quizás el del turismo. ¿En qué momento concreto será?. Hay incógnitas importantes, como por ejemplo las inyecciones de divisas al país por concepto de créditos externos, del cual es un ejemplo la construcción del puente Colonia- Buenos Aires. Es muy difícil establecer fecha y más bien se trata de identificar las acciones de política que regulen los ingresos de capitales capaces de presionar sobre la ya retrasada tasa de cambio. No debe ocultarse que toda acción en tal sentido tendrá la oposición de los beneficiarios de lo que viene sucediendo: la intermediación financiera, el sistema de crédito al consumo y particularmente el comercio importador.

Un tercer aspecto de la discusión corresponde a la forma que adquiriría la regulación de la relación de la economía con el exterior en el caso de anulación del ciclo señalado de la tasa de cambio. Un primer caso está ocurriendo en la Argentina, con su convertibilidad que opera como tasa fija. No es en esencia diferente de la banda de flotación, opera como banda estrechísima y sin plazo. Los sucesos de ese país, y en particular las movilizaciones de los productores agropecuarios, sugieren que también existe un fuerte rezago cambiario, debido a las con-

diciones del **momento** en que se decreta la convertibilidad. Veamos un ejemplo: si hoy aquí se decretara la convertibilidad con la actual tasa de cambio no se haría otra cosa que intentar fijar el retraso cambiario. Y posiblemente haya sido lo que sucedió en la Argentina, con los problemas consiguientes.

Una circunstancia no idéntica sería la dolarización completa de una economía, como lo propuso el Presidente Menem. Ocurriría si se ejecutara en Uruguay la manida capacidad de comprar toda la moneda nacional circulante con dólares del BCU, retirándola de la circulación. Si se parte de una situación de rezago cambiario, la recomposición de la rentabilidad de la producción de transables no podría realizarse vía tasa de cambio, porque ésta no existiría como tal. Se podría dar solamente vía recesión, mediante reducción de costos de insumos no transables. Pero recesión de **todas** las actividades, y no solamente de las productoras de no transables. Lo que parece ser un proceso mucho más lento y doloroso.

En esta instancia interesa señalar la **conveniencia de una política económica que apunte a suavizar los ciclos de la tasa de cambio**, en vez de agudizarlos. Es posible, sin violar acuerdos de la Organización Mundial de Comercio, por la vía de incrementar el

IVA a suntuarios, en buena medida importados. Su precio no habría sido tan atractivo para los consumidores como actualmente, no habría habido condiciones tan atractivas para el crédito al consumo, y por tanto, menor ingreso de capitales para financiarlo. Se habría contribuido a desalentar el consumo de productos importados, abaratados por la tasa baja de cambio, al tiempo que el ingreso de capitales para financiar tales consumos. Se podrían haber aplicado **también medidas directas para desalentar el ingreso masivo de capitales de corto plazo**, como las que tomó Chile¹⁵. Ambos procedimientos reducirían el impacto debido al ingreso de capitales que alientan el retraso cambiario.

Una política con **tal tipo de objetivos y herramientas habría logrado un piso de la tasa de cambio en un nivel menos bajo que el actual**, con menos sacrificios para las actividades de exportación, en primer lugar el agro y la agroindustria, y sin la desaparición de las que ya fueron destruidas por el ingreso de importaciones abaratas. Y con menor inestabilidad de la actividad crediticia. Todavía estamos a tiempo.

De manera que una política de promoción productiva debería afinar en formas de incidir sobre la tasa de cambio para que ésta no se constituya en una contrapromoción cuyos bandazos destruyen cíclicamente segmentos del aparato productivo.■

¹⁵ Sorprendentemente, al llegar a la mayor liberalización económica de la historia del país - supuestamente la más favorable para la producción agropecuaria - nos encontramos con la más grave crisis del campo. La ya antigua reivindicación de las gremiales rurales de que el sector agropecuario fuera tratado igual que los demás no condice con la necesidad actual de un apoyo específico. Los hechos obligan a revisar lo que parecían verdades indiscutibles. Las regulaciones son necesarias para disminuir la magnitud del ciclo mediante alguna forma de incidencia sobre el movimiento de capitales, responsable actual de las fuertes variaciones de la tasa de cambio.

¹⁶ Soros, G.; *La crisis global del capitalismo*; 1999; Editorial Latinoamericana.

¹⁷ Hoy, marzo de 2000, revisando estas notas observo que el temor de los hacedores de Política Económica a limitar los flujos de ingreso de capital puede debilitarse luego que el Presidente del BID lo planteara en el reportaje de Búsqueda en el mes de enero del 2000.

¿ya nos visitó en la página web?

las actividades de la
y varios temas de interés
encuéntrelos en:



E.E.M.A.C.

www.fagro.edu.uy/eemac/web