

Pesificación: una costosa estrategia

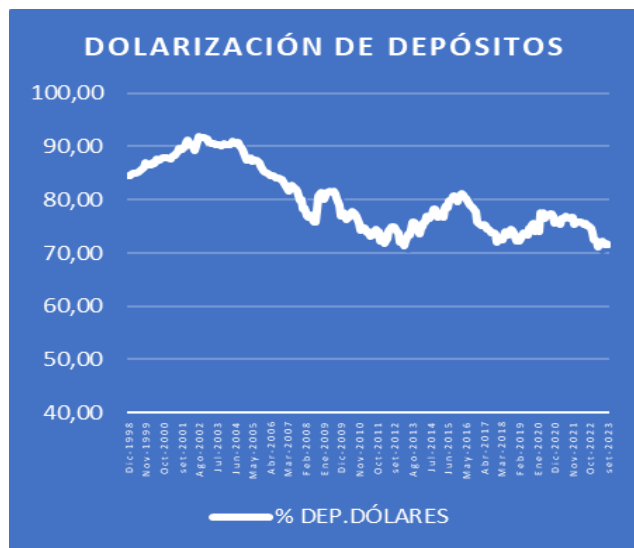
Juan Carlos Protasi

Luego de la crisis de la Tablita en noviembre de 1982, el FMI en sus evaluaciones anuales, recomendó al gobierno la instrumentación de medidas para desdolarizar la economía, imponer encajes a los depósitos en monedas extranjeras y emitir Letras del Banco Central en pesos con tasas atractivas para bajar la inflación y fomentar el ahorro en pesos. En aquél entonces el acceso al financiamiento en pesos era poco significativo y el financiamiento externo era únicamente en dólares, por lo que los resultados esperables no irían a ser importantes como efectivamente resultaron.

Endeudarse en moneda extranjera en los mercados internacionales dejó expuesto al país a los movimientos volátiles del tipo de cambio. Correcciones del tipo de cambio inducidos por fugas de capitales y por caída de los precios internacionales fueron el común denominador. Debido a la irresponsabilidad fiscal de los gobiernos de turno, los elevados déficits, aportaron el terreno propicio para que ocurrieran fuertes devaluaciones, altas tasas de inflación, caída del PBI y desempleo. La indisciplina fiscal por un elevado y creciente gasto público, provocaba un exceso de demanda que aceleró la inflación y derivó en crecientes déficits de balanza de pagos que terminaron en fuertes devaluaciones. Fue así que los uruguayos perdieron totalmente la confianza en el peso. La desdolarización propuesta por el FMI, abrazada por el populismo de la izquierda y profundizada por el actual gobierno, pretende que se abandone el dólar y se vuelva a confiar en el peso como reserva de valor.

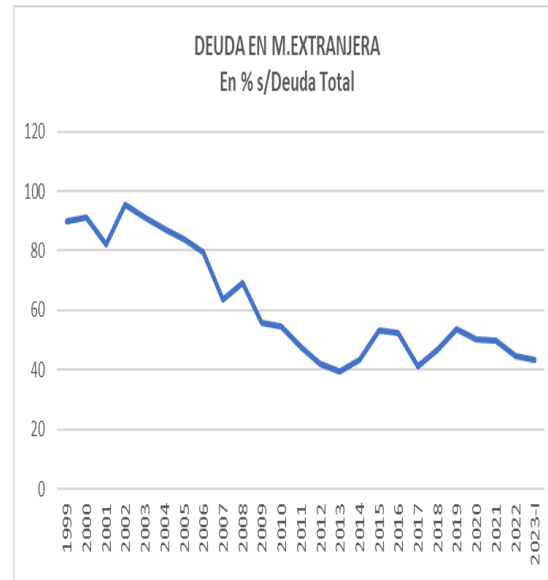
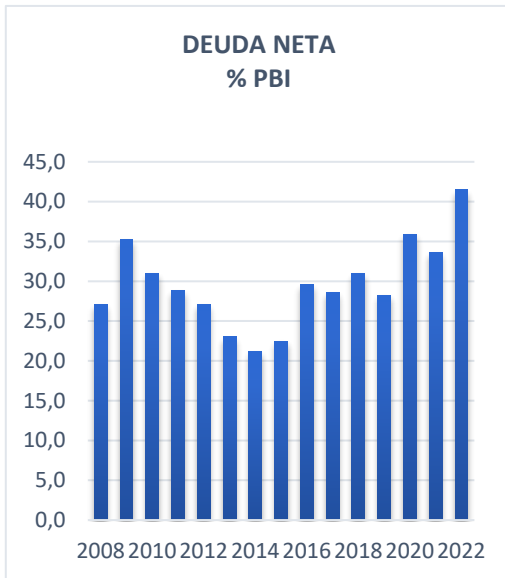
Históricamente el público buscó resguardar su patrimonio frente a estos avatares manteniendo sus ahorros en dólares ya sean depósitos o bonos emitidos por el gobierno. La dolarización de los depósitos se inició a principio de la década de los 50, ante la falta de alternativas financieras frente a la alta inflación y tasas de interés topeadas por el delito de usura. Sin embargo, la pesificación de los depósitos no logró superar el 30% del total de los depósitos como se muestra en el gráfico.

La emisión de bonos del Tesoro en dólares por distintos gobiernos y durante varias décadas, fue un instrumento muy apreciado por los inversores domésticos que apuntaban a dolarizar sus carteras.



A partir de la reforma de la seguridad social en el año 1995, al surgir en el mercado local un inversor doméstico muy importante que por imposición legal debió adquirir títulos de deuda pública interna y que fueron las AFAPs, la desdolarización de la deuda pública fue más exitosa. Para darle viabilidad a la estrategia de desdolarización y evitar el riesgo de las fluctuaciones monetarias en el valor del peso, se creó la UI lanzándose emisiones de bonos públicos pagaderos la mayoría de ellos en moneda nacional indexados a la inflación.

La creación de un mercado de bonos en moneda nacional, sentó las bases para el crecimiento del sistema financiero y la asignación y usos productivos de los ahorros, al ofrecer tasas de referencia sin riesgo de inflación. Este mercado permitió acceder a fuentes de financiamiento más estables y con menos riesgo para los inversores. La desdolarización de la Deuda Pública avanzó rápidamente y fue así que la deuda en moneda extranjera bajó de 97% en el año 2002 a 41% veinte años más tarde, oscilando entre 40 y 50% en los últimos años.



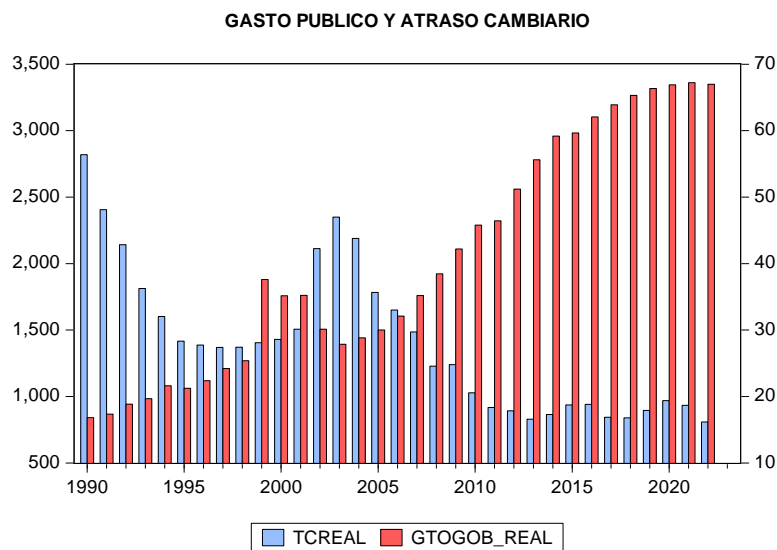
La desdolarización de la deuda ayudó a mejorar la calificación crediticia y el acceso a los mercados. Y más aún, contraviniendo la teoría económica, el aumento de la deuda pública no solo no hizo aumentar las tasas de interés que paga Uruguay, sino que a pesar de un alto déficit, el riesgo país bajó hasta ubicarse solamente un punto porcentual por encima de la tasa de deuda norteamericana.



Esta circunstancia hizo que el Frente Amplio pudiera multiplicar por cuatro el gasto público en dólares sin preocuparse por tener que pagar tasas de interés más altas, al aumentar lo que el Banco Mundial y FMI llaman espacio fiscal.¹

La aceptación por el mercado de las emisiones en UI permitió el aumento indiscriminado del gasto público. El mayor gasto fue financiado con deuda pública² por ingresos de capitales y cambios de portafolio – de dólares a pesos – tanto de residentes como extranjeros que fortalecieron al peso y permitieron obtener rendimientos por sus inversiones, superiores al 20% medidos en dólares. Tasas altas en pesos y de inflación más tasa en UI, inducen al carry trade, ante expectativas de disminución del tipo de cambio autocumplidas, provocando el indeseado efecto de atraso cambiario. Atraso cambiario o inflación en dólares como se quiera llamar, afectó severamente a la competitividad de la producción nacional y redujo el crecimiento potencial del país.

El gráfico muestra claramente este fenómeno.



El atraso cambiario generado en los últimos veinticinco años es uno de los responsables de la falta de crecimiento fuerte de nuestra economía (salvo en años donde recibimos el shock del superciclo de los commodities). Uruguay que pasó a ser uno de los países más caros en dólares pero que tiene que salir a vender sus productos en el exterior y que debe producir con sindicatos empoderados durante la administración frenteamplista, se le hace muy difícil atraer inversiones.

Asimismo el encarecimiento en dólares reduce el ingreso potencial del sector turismo no sólo en el número de visitantes sino en el consumo que llevan a cabo afectando la generación de empleo. Por último, no es menor el sesgo distributivo a

¹ El espacio fiscal es el margen de maniobra que existe dentro del presupuesto público para proporcionar recursos sin comprometer la sostenibilidad financiera ni la estabilidad de la economía.

² Ver nota El problema de la Deuda en Portafolio 121.

favor de los estratos más altos de la población por elevar la tasa de interés para sus inversiones en deuda uruguaya a la vez que se eleva el costo del endeudamiento para las pequeñas y microempresas y para las familias. Luego el sistema político se aboca a aprobar las leyes para resolver el sobreendeudamiento de empresas y personas lo cual no es una solución al verdadero problema.

Uruguay, mantiene bajo el coeficiente de inversión en relación al PBI, en comparación a otros países de similar rango de ingreso per cápita. Para compensar el efecto del encarecimiento del país, los gobiernos de turno debieron ofrecer exoneraciones impositivas a grandes inversores extranjeros para que radiquen sus capitales en Uruguay, pero las empresas domésticas no tienen las condiciones para acceder a esas facilidades y por eso la inversión no logra aumentar.

Estos argumentos muestran que la estrategia de desdolarización fue positiva para el país en cuanto a mantener una nota elevada de las calificadoras de riesgo y un fluido acceso a los mercados de capitales, pero resultó negativa en tres aspectos por lo menos. Uno que al eliminar el riesgo de devaluación a los inversores se genera espacio fiscal y permitió a los gobiernos aumentar el gasto público indebidamente y hasta un límite comprometedor de la estabilidad fiscal. Segundo, que le hace muy costoso a Uruguay crecer en términos productivos y de generación de empleo al convertirlo en uno de los países más caros del mundo que limita la inversión y las exportaciones de bienes y de turismo. Tercero, le reduce el acceso a los fondos prestables a los sectores productores de bienes en favor del gasto público, limitando a la inversión productiva. En definitiva, la estrategia de desdolarización, que pretende fortalecer la confianza y el valor del peso colocando deuda en moneda nacional a tasas de interés elevadas promueven “carry trade” y generan un círculo vicioso de atraso cambiario, aumento de la deuda pública y menor crecimiento económico.

La estrategia de pesificación de la economía es una decisión tan importante y profunda por su impacto en aspectos fundamentales de la economía, que no puede quedar en la órbita de la independencia del banco central para que aplicando la regla de Taylor para aumentar la tasa de interés y colocando letras de regulación monetaria se afecte la capacidad de generación de riqueza.³ La política monetaria del banco central está sometida a la dominancia fiscal por el enorme déficit público, y en ese contexto usar la tasa de interés para alcanzar metas de inflación inconsistente con un déficit alto, conlleva a bajar el tipo de cambio nominal de modo permanente para reducir la inflación. La aplicación de la regla

³ En su artículo de 1993, John B. Taylor propuso a las autoridades monetarias una regla de política que les ayudaría a estabilizar la producción real alrededor de una meta y a controlar la inflación. Su regla de política se apoya en una tasa de interés nominal que, cuando el PIB real y la tasa de inflación exceden su objetivo, se incrementa para generar un aumento de la tasa de interés real y así reducir la demanda agregada. Al revés, si la inflación y el PIB real caen por debajo del objetivo, recomienda recortar la tasa de interés nominal para aumentar la demanda agregada por la vía de una disminución de la tasa de interés real. El banco central fija la tasa y luego colocando letras de regulación monetaria regula la liquidez para que se alcance la tasa objetivo.

monetaria si bien logró bajar la inflación a la meta, probó ser perjudicial para los sectores que exportan bienes y servicios y que compiten con el exterior.

En una economía bimonetaria empujar la economía a una pesificación no puede tomarse sólo por la recomendación del FMI o del personal del banco central. Esta estrategia compromete en exceso la capacidad de competir al país y el crecimiento de la economía queda librado a que aumenten los precios de los commodities o que los vecinos implementen políticas que hagan apreciar sus monedas y nos produzcan un shock de demanda. La estrategia antiinflacionaria debería fundarse en la reducción del tamaño del Estado y debería ser una decisión política de Estado.