

CAPÍTULO 6

Fluctuaciones económicas de corto plazo y política económica

- 6.1 Los ciclos y la inestabilidad económica
 - 6.2. La inestabilidad de corto plazo y el crecimiento económico de largo plazo
 - 6.3 Fuentes de inestabilidad
 - 6.4 Política macroeconómica
 - 6.5 Política fiscal
 - 6.6 Política monetaria
 - 6.7 Política cambiaria
 - 6.8 Los "remedios" para la "enfermedad" llamada inflación en Uruguay y América Latina
 - 6.9 Resumen
 - 6.10 Conceptos clave
 - 6.11 Preguntas de repaso
 - 6.12 Bibliografía básica
- Apéndice: sobre las causas de la inflación

CAPÍTULO 6

Fluctuaciones económicas de corto plazo y política económica

Cuando se piensa en la evolución de la economía en los últimos años del siglo pasado y los primeros de este siglo, surgen en la memoria colectiva algunos hechos relevantes. Hay años o períodos que se recuerdan como años "buenos" en materia económica, en los cuales los ingresos de las familias mejoran y logran aumentar su bienestar. Lamentablemente también hay vivencias de años "malos", que dejan marcas más profundas que las anteriores, en los que hay familias muy afectadas por la pérdida de empleos, dificultades para enfrentar los gastos corrientes, aumento de la pobreza y jóvenes que, desanimados, emigran para buscar mejores horizontes.

Obviamente, tanto los períodos "buenos" como los "malos" se ven reflejados en los indicadores económicos más usuales como la tasa de crecimiento del PIB, del desempleo, de los salarios, de la inversión y también en la evolución de los precios y, por lo tanto, del costo de vida.

Algunos de estos períodos han sido acompañados por medidas de política económica con efectos muy notorios sobre las variables económicas. Así, hay personas que recuerdan la crisis de 1982, cuando se modificó el régimen cambiario y se "quebró la tablita" y el crecimiento económico se interrumpió abruptamente. Este hecho marcó el inicio de una etapa de retroceso, caracterizada por una fuerte caída del producto, subas de precios y aumento del desempleo. Otros países latinoamericanos enfrentaban problemas parecidos en el marco de la llamada "crisis de la deuda", que implicaban serias dificultades para hacer frente a sus pagos con el exterior. Como vimos en el capítulo 1 (Gráfico 1.2), la caída del PIB por habitante fue muy profunda y la recuperación se inició recién en 1985. Las graves crisis y las subsiguientes recesiones que tuvieron lugar en Uruguay y en otros países de América Latina llevaron a que la década de los ochenta fuera bautizada como la "década perdida", dado que en su transcurso los países apenas pudieron recuperar el nivel de PIB que tenían en 1980.

A fines de los años noventa, luego de haber retomado la senda del crecimiento con energía, Uruguay se enfrentó nuevamente a una brusca interrupción a partir de 1999. Esta caída del producto se prolongó hasta 2003, cuando nuevamente se retomó el crecimiento. Como resultado de esta crisis, nuevamente se perdió parte del avance logrado en los noventa y muchos temieron estar frente a otra década perdida.

Ante los cambios en la actividad económica en general, y ante la gravedad que tienen algunos de ellos en particular, surgen interrogantes de distinto tipo. ¿Las fluctuaciones económicas, son un problema generalizado o son una característica peculiar de nuestra economía? ¿Presentan fluctuaciones los países desarrollados? ¿Qué es lo que determina las profundas fluctuaciones de la economía uruguaya? ¿Es posible tomar medidas para suavizarlas?

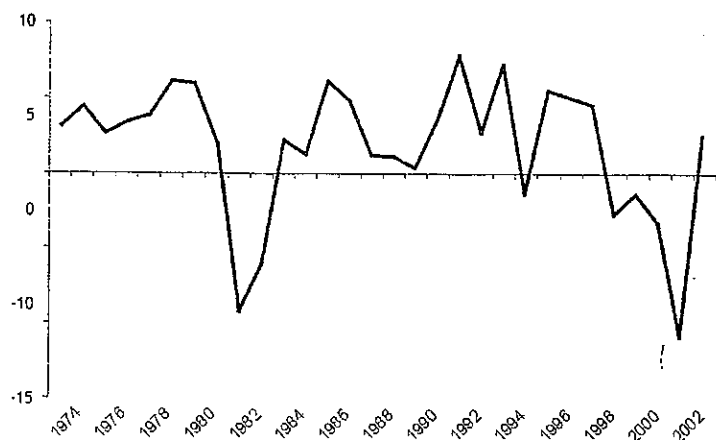
En las tres primeras secciones de este capítulo describimos las fluctuaciones de la economía uruguaya, comentamos su incidencia en el crecimiento de largo plazo y analizamos las principales fuentes de inestabilidad. Posteriormente, presentamos los objetivos, instrumentos y restricciones de la política económica de estabilización. Describimos la política fiscal y monetaria, sus principales instrumentos y cómo afectan la demanda agregada. En las dos últimas secciones comparamos las políticas de estabilización de precios de algunos países de América Latina y analizamos dichas políticas en el caso de Uruguay.

6.1. Los ciclos y la inestabilidad económica

6.1.1. Las fluctuaciones del nivel de actividad

En el capítulo 1 tratamos el crecimiento económico de Uruguay desde una perspectiva de largo plazo, abarcando el período 1955-2003. Como mencionamos, en ese período la economía uruguaya presentó una tasa promedio anual de crecimiento económico de 1,33%. Dado que lo anterior es un promedio, comprende años en que la economía creció más y años en que la economía creció menos que ese 1,33%, pero lo interesante es que los años "buenos" suelen agruparse en forma consecutiva, al igual que los años "malos".

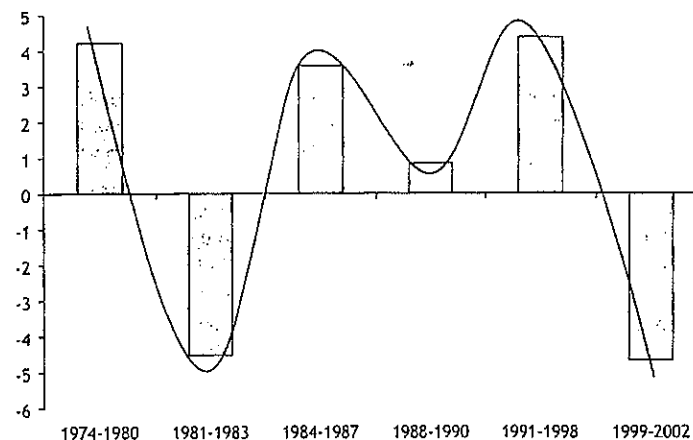
GRÁFICO 6.1
Variación anual del PIB de Uruguay. 1974-2003
En porcentajes



Fuente: BCU.

El gráfico 6.1 muestra que en horizontes temporales más cortos hay una serie de años de buen crecimiento económico, muy por encima de la media histórica (indicada por la línea punteada), como por ejemplo, en los subperíodos 1974-1980 y 1991-1998. Estos subperíodos, a su vez, son seguidos por otros en los cuales el desempeño económico fue muy malo (1981-1983 y 1999-2002). El gráfico 6.2 muestra el promedio anual de crecimiento económico para varios subperíodos.

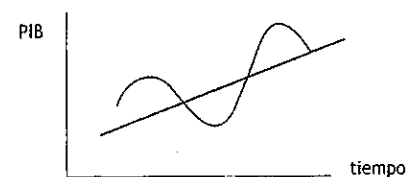
GRÁFICO 6.2
Variación promedio del PIB por subperíodos: 1974-2003
En porcentajes



Fuente: BCU.

En este gráfico mostramos más claramente la idea que aquí queremos transmitir: la economía uruguaya ha experimentado *fluctuaciones* importantes en el nivel de actividad. Esta característica temporal del crecimiento económico se conoce con el nombre de *ciclo económico*. A los valles de un ciclo comúnmente se les llama períodos de *depresión* económica y a los picos, períodos de *auge* económico (ver el recuadro 6.1).

RECUADRO 6.1
Recesión, expansión y ciclo económico



Recesión: Es la fase de caída o de contracción económica.

Expansión: Es la fase creciente o de expansión económica.

Ciclo económico: Es la secuencia más o menos regular de recesiones y recuperaciones de la producción real en torno a la senda de crecimiento de largo plazo de la economía.

Auge: Es el punto máximo del ciclo.

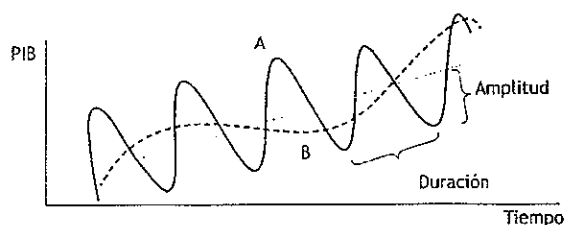
Depresión o fondo: Es el punto más bajo del ciclo.

¿Todos los países experimentan fluctuaciones en la evolución del PIB? Sí, todas las economías de mercado experimentan fluctuaciones de la actividad económica. En cualquier país cuya economía esté inserta en el mundo y por motivos que veremos después, el crecimiento económico fluctúa y existen años de recuperación económica, que luego son seguidos por años de depresión económica y así sucesivamente. Sin embargo, esto no implica que los ciclos económicos sean iguales en todos los países. Por el contrario, los ciclos económicos de los países difieren en dos aspectos centrales:

- **Duración:** se mide como el tiempo transcurrido desde un pico de auge (o de depresión) hasta el próximo pico de auge (o de depresión). Así, algunos países normalmente tienen ciclos de 10 años, mientras que en otros éstos pueden ser de 8 años y en otros de 15.
- **Amplitud o profundidad:** en algunos países los valores picos de auge o depresión no se apartan demasiado de los valores promedio, mientras que en otros los picos de actividad (tanto auges como depresiones) son dramáticamente distintos de los valores de la tendencia. De acuerdo a ello, los países del primer tipo muestran un ciclo económico mucho más suave que los segundos.

Teniendo en cuenta estas dos características, cuando una economía tiene ciclos más cortos y más profundos que otra, se dice que es más *volátil*.

RECUADRO 6.2
Volatilidad



Volatilidad: se define en función de la duración y amplitud del ciclo de una variable determinada. Cuanto mayor sea la amplitud y menor la duración del ciclo de la variable, mayor su volatilidad. En términos estadísticos, una variable es más volátil cuanto mayor sea su desvío estándar.

En el gráfico comparamos el crecimiento económico de dos países, A (línea entera) y B (línea punteada). Vemos que el crecimiento del país A es mucho más volátil que el crecimiento del país B, ya que su ciclo económico tiene una duración más corta y una mayor amplitud que el ciclo económico del país B.

¿Hay otras variables que evolucionan en forma volátil? Si bien hasta ahora hemos relacionado el concepto de volatilidad con la forma que tiene el crecimiento económico de un país, este concepto puede aplicarse a cualquier variable económica. De hecho, la volatilidad del crecimiento económico puede ser consecuencia de la volatilidad de otras variables económicas. Para poder explicar esto mejor, es conveniente introducir el concepto de *inestabilidad*, que está íntimamente relacionado con el concepto de volatilidad. Cuando un país presenta un crecimiento muy volátil, se dice que el país es inestable. Generalmente, un país cuyo crecimiento es inestable presenta también un importante grado de volatilidad en otras variables económicas relevantes. Así, por ejemplo, un país de crecimiento inestable suele presentar volatilidad en el nivel de precios, en los flujos de capitales financieros con el exterior, en el

tipo de cambio, en la inversión, en el consumo, etc. Alternativamente, los países más *estables* suelen exhibir, en términos generales, menor volatilidad en este tipo de variables.

Dado que las fluctuaciones no solo se reflejan en el nivel de actividad (medido a través del PIB) sino que también se manifiestan en otras variables macroeconómicas, como la inversión, la inflación, y el desempleo, veremos cómo han evolucionado estas variables en Uruguay en los últimos cuarenta años.

6.1.2. La inversión

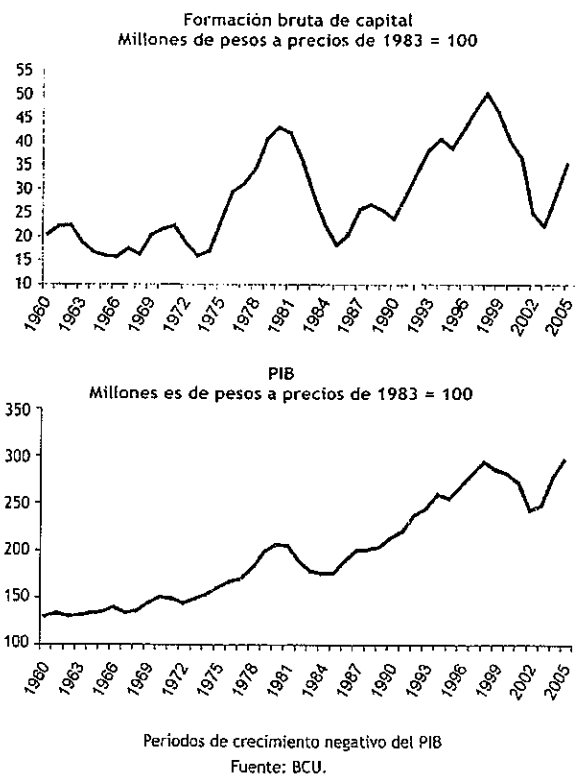
En el capítulo 2 analizamos la inversión en el largo plazo, con sus características estructurales y sus determinantes. Dentro de esas características destacamos la baja tasa de inversión que presenta la economía uruguaya. En este capítulo nos interesa resaltar el comportamiento de la inversión en relación a las fluctuaciones de la economía en el corto plazo.

En el gráfico 6.3 presentamos la evolución de la inversión (o de la formación bruta de capital) comparada con la evolución del PIB, en los últimos cuarenta años. En el panel superior representamos la evolución de la formación bruta de capital medida en precios constantes de 1983, mientras que en el panel inferior representamos la evolución del PIB medida de igual forma. En ambos casos, las áreas sombreadas en gris identifican los años de recesión, es decir, aquéllos en los que el PIB cae.

Podemos ver que esta variable fluctúa al unísono con el producto, ya que en las áreas sombreadas (que indican un crecimiento negativo del PIB), la inversión cae. Sin embargo, en el caso de la inversión las fluctuaciones son más profundas y las caídas presentan mayor longitud. Esto significa que, en el caso uruguayo, la inversión presenta ciclos de corto plazo simultáneos a los del PIB, pero más agudos y prolongados.

GRÁFICO 6.3

Las fluctuaciones de la inversión y del PIB en Uruguay



6.1.3 La inflación

Otra variable que suele recibir mucha atención es la evolución de los precios de los distintos bienes y servicios que se proveen en una economía. La inflación se define como el aumento continuo del nivel general de precios de los bienes y servicios de una economía. Normalmente se mide por las variaciones en el índice de precios al consumo (IPC). Los cambios en los precios son fácilmente percibidos por todas las personas, ya que a medida que adquieren distintos bienes y servicios, son capaces de observar cómo cambia el precio que pagan por ellos.

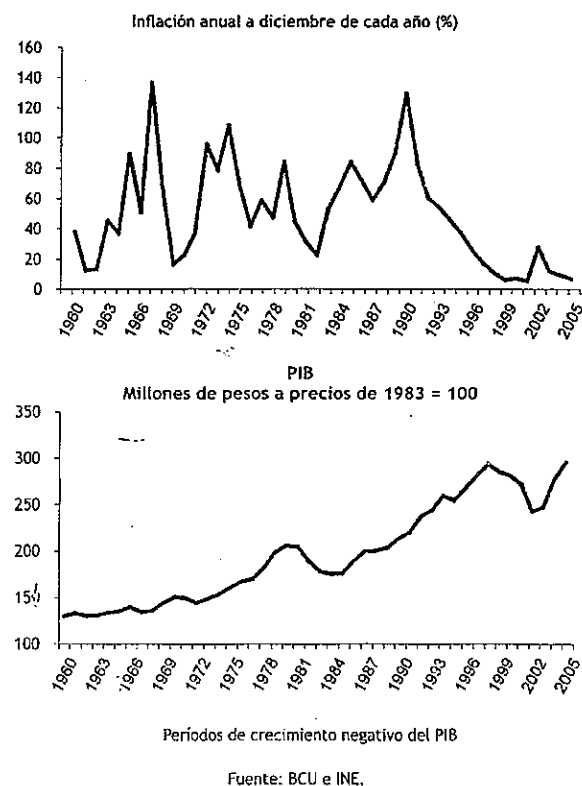
Básicamente, los problemas que trae consigo la inflación derivan de la imprevisibilidad que la misma genera, y de que no todos los productos ni todos los factores subirán sus precios al mismo tiempo ni en la misma proporción. Así, cuanto mayor sea la inflación, mayor será la incertidumbre con respecto a la evolución de cada uno de los precios, o más amplio el margen de error en las expectativas de los agentes económicos. La incertidumbre de las personas, o la sensación de inseguridad, se da tanto en relación a cuánto dinero van a recibir por lo que venden, como en relación a cuánto van a gastar por lo que consumen. En términos generales,

se dice que un país presenta problemas inflacionarios cuando la tasa de inflación supera el 10% anual.

En el gráfico 6.4 presentamos la evolución de la inflación en Uruguay, comparada con la evolución del producto. Los datos de inflación anual se refieren a la comparación del valor en diciembre de un año con el valor de diciembre del año anterior, lo que suele llamarse valor "punta a punta". Esto difiere del valor "promedio" de inflación en el año, que resulta suavizado en cuanto a sus fluctuaciones.

GRÁFICO 6.4

Las fluctuaciones de la inflación y del PIB en Uruguay



RECUADRO 6.3

Precios e inflación

¿Qué es la inflación? La inflación se define como el aumento sostenido y generalizado de los precios de los bienes y servicios (o del nivel general de precios) de una economía. Este concepto es dinámico en el sentido que siempre está referido al tiempo. La inflación no es un aumento transitorio de precios de algún bien, sino que es el aumento permanente del promedio de los precios de la economía. Tampoco se refiere al precio de un solo bien o de unos pocos, sino que debe ser generalizado.

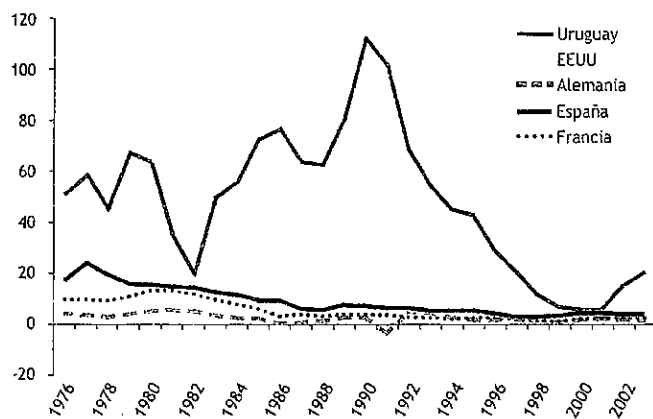
Nivel de precios: El nivel general de precios se mide mediante índices de precios, es decir, mediante indicadores del promedio de los precios de los bienes y servicios de una economía. Ejemplos de estos índices son el Índice de Precios al Consumo (IPC), el Índice de Precios Mayoristas (IPM), el Índice de Precios de la Construcción, etc.

¿Cómo se mide la inflación? El cambio porcentual del nivel general de los precios de la economía se mide a través del cambio o variación del Índice de Precios al Consumo, que resume los precios de una canasta básica de bienes y servicios, para una familia tipo y para un período determinado.

Como podemos ver en el gráfico, la inflación en Uruguay ha sido una "plaga" difícil de exterminar. Nuestro país ha sufrido esta "enfermedad" de forma casi ininterrumpida desde fines de la década de 1950 hasta fines de siglo cuando se logró su control.

Para tener una idea más clara de lo que ha sido el problema de la inflación en Uruguay, el gráfico 6.5 muestra su tasa de inflación comparada a la de algunos países desarrollados. Para que los datos sean comparables entre países, en este gráfico hemos considerado el promedio de inflación de cada año y no la comparación entre diciembre de un año con respecto a diciembre del año anterior como hicimos en el Gráfico 6.4. Como podemos ver en el gráfico, las tasas de inflación de un país relativamente inestable como Uruguay son sistemáticamente superiores a las que presentan los países desarrollados, cuyas variables macroeconómicas (en este caso, los precios) tienden a evolucionar de forma mucho más estable.

GRÁFICO 6.5
La inflación: Uruguay vs. países desarrollados
Promedio anual de inflación, en porcentaje

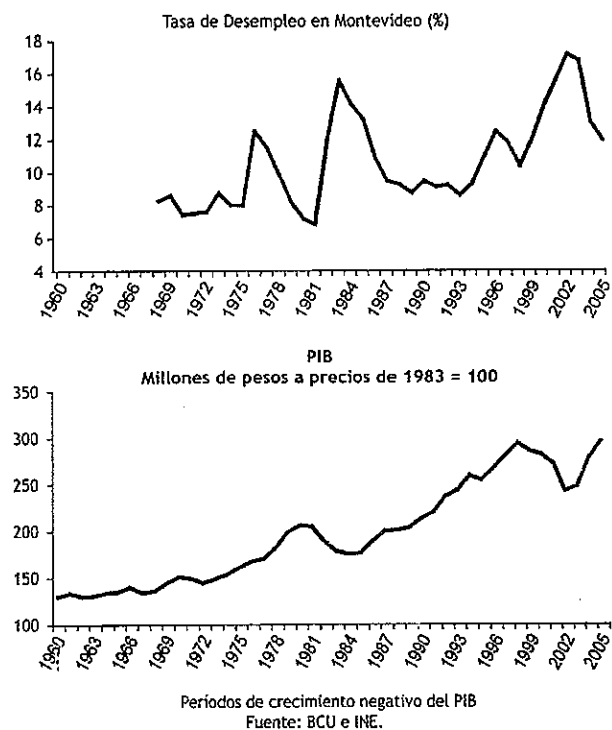


Fuente: INE, IPEA.

6.1.4. El desempleo

Como se verá en el capítulo 7, la variable que se utiliza para medir el desempleo es la tasa de desempleo, que se calcula como el cociente entre las personas que buscan trabajo y no lo consiguen (desempleados) y el total de personas económicamente activas. En el gráfico 6.6 presentamos la tasa de desempleo comparándola con las fluctuaciones en el nivel de actividad.

GRÁFICO 6.6
Las fluctuaciones del desempleo y del PIB en Uruguay



Al igual que en el caso de las otras variables, las variaciones de corto plazo de la tasa de desempleo también se relacionan con las fluctuaciones del ciclo económico del producto. En general, las caídas del producto se asocian con aumentos súbitos de la cantidad de personas desempleadas, mientras que las expansiones se acompañan de bajas graduales del desempleo. Las definiciones más precisas de desempleo y tasa de desempleo pueden encontrarse en el capítulo siguiente (ver Recuadros 7.2 y 7.3).

El comportamiento del desempleo muestra, como la inflación, cierto grado de inercia. Esto significa que, cuando el producto cae, la tasa de desempleo sube y ese incremento perdura en el tiempo. En consecuencia, el estudio del ciclo macroeconómico pone especial atención en las fluctuaciones del desempleo, aun cuando éste también puede vincularse con aspectos

específicos del mercado de trabajo, como el grado de flexibilidad laboral, etc. Estos temas se tratan en el capítulo siguiente.

En resumen, si consideramos conjuntamente los gráficos 6.3, 6.4 y 6.6, se deduce que durante las recesiones, el PIB y la inversión disminuyen, mientras que el desempleo y la inflación aumentan. A su vez, tanto el PIB como las otras variables presentadas, muestran una evolución muy volátil en el caso uruguayo en los últimos años. La pregunta que surge, entonces, es si esa inestabilidad afecta el crecimiento económico de largo plazo. Para ello es muy útil comparar el grado de volatilidad de la economía uruguayo con el de otras economías, lo que se hará en la próxima sección.

6.2. La inestabilidad de corto plazo y el crecimiento económico de largo plazo

Varios trabajos recientes han encontrado evidencia suficiente para afirmar que hay una relación claramente negativa entre la inestabilidad de corto plazo que presenta un país y su crecimiento de largo plazo¹. En otras palabras, aquellos países que presentan una alta volatilidad en sus variables económicas -y en particular, una alta volatilidad en su crecimiento económico- tienden a tener una tasa de crecimiento de largo plazo menor que la que tienen los países más estables.

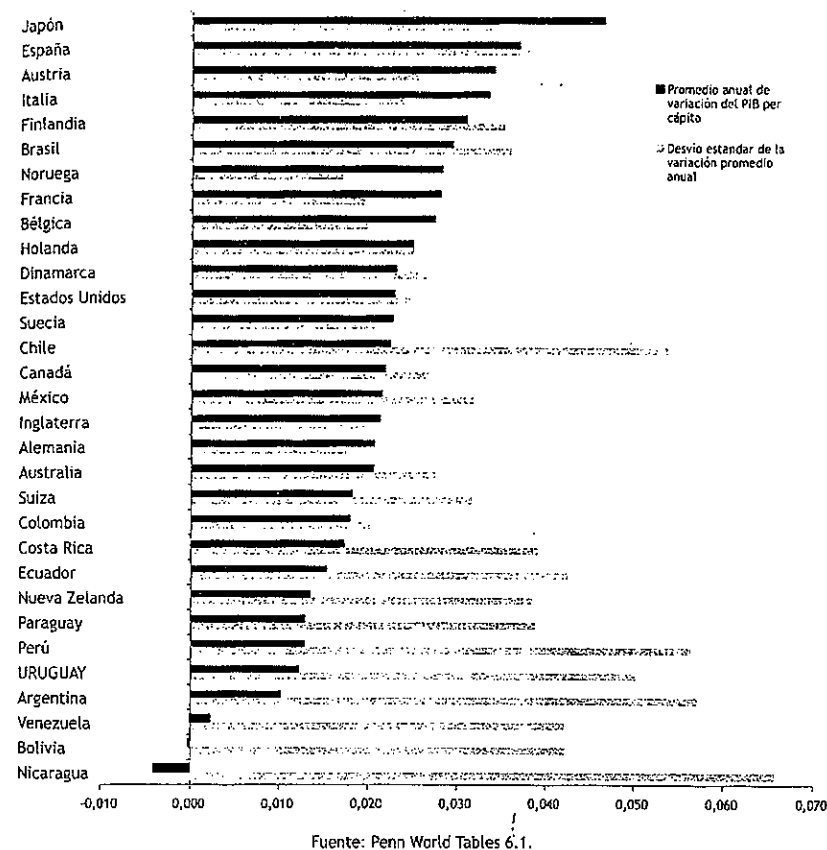
Gráficamente, volviendo al recuadro 6.2, un país inestable como A tendría una tasa de crecimiento de largo plazo menor que B, y por lo tanto la línea gris (que refleja el crecimiento de largo plazo) de A sería más plana que la de B.

Intuitivamente, ello se puede entender mediante un ejemplo sencillo. Supongamos un empresario que tiene una fábrica de zapatos y que comienza su actividad vendiendo 100 pares de zapatos por año. Supongamos, además, que el empresario debe decidir con un año de anticipación, cuántos zapatos fabricar. Dado que el empresario debe planificar su producción para el año siguiente, debe estimar cuántos zapatos demandará la gente en ese período, cuánto costará producir cada zapato, a qué precio los podrá vender, si debe comprar o no más máquinas para la fábrica, contratar más trabajadores, etc.

Si este empresario vive en un país cuya economía es estable, el empresario puede planificar su estrategia de producción y venta de zapatos con mucha más facilidad que si la economía (y las diversas variables que lo pueden afectar) tiene mucha inestabilidad. En última instancia, el empresario será capaz de realizar una mejor planificación, tomar mejores decisiones y, por ende, tener una empresa más exitosa si se enfrenta a un contexto de estabilidad y no a uno de inestabilidad. Este ejemplo, aunque sencillo y simplificado, ayuda a entender por qué la estabilidad económica de corto plazo es beneficiosa, y por tanto, es un objetivo deseado por los países. Básicamente, la estabilidad reduce la incertidumbre de los agentes, lo que deriva en que éstos puedan tomar mejores decisiones.

¿Cómo es, entonces, la volatilidad de la economía uruguayo cuando se compara con otros países de América Latina y del mundo? Los gráficos 6.7 y 6.8 que presentamos a continuación, muestran la posición relativa de Uruguay en comparación con otros países latinoamericanos y con países desarrollados, en función del promedio anual de crecimiento económico que ha tenido cada país en el período 1950-2000 y de su volatilidad (expresada mediante el desvío estándar del crecimiento anual del PIB per cápita de cada país)².

GRÁFICO 6.7
Promedio anual de variación del PIB per cápita y volatilidad
1950-2000 - En porcentajes



Como vemos en el gráfico 6.7, los países con mayor crecimiento económico promedio en el período han tenido, por lo general, poca volatilidad en su PIB, o dicho de otra manera, han mostrado un crecimiento bastante estable. Esta situación corresponde (en su mayoría) a los países considerados como desarrollados.

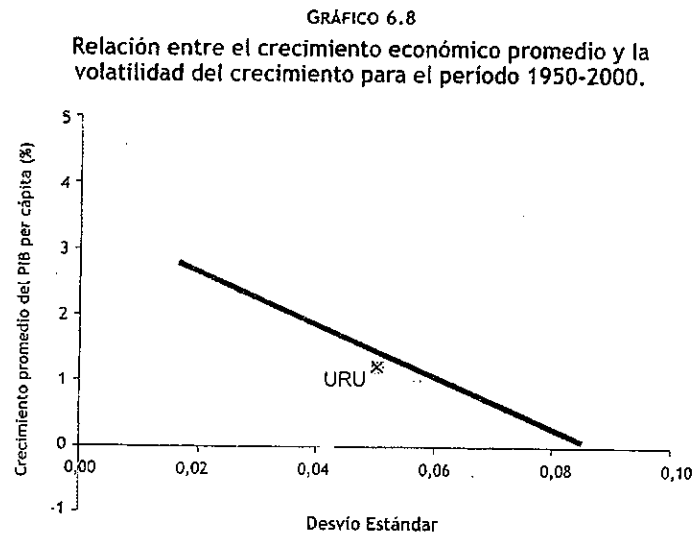
Por el contrario, la mayor parte de los países latinoamericanos han mostrado bajas tasas de crecimiento económico promedio en el período y un grado de volatilidad o inestabilidad mucho mayor al de los países antes mencionados. En particular, Uruguay aparece con un crecimiento promedio muy bajo y con alta inestabilidad.

Estos resultados son consistentes con la hipótesis de que existe una correlación negativa entre volatilidad y crecimiento económico, es decir, que cuanto mayor la volatilidad, menor el crecimiento económico. Esta hipótesis se puede expresar gráficamente como hacemos en el

1 En este sentido se pueden señalar los trabajos de M. Siegler (2001), *International growth and volatility in historical perspective* y el de N. Loayza y V. Hnatkovska (2003), *Volatility and growth*, entre otros.

2 Realizado en base a datos extraídos de las Penn World Tables (PWT) versión 6.1.

Gráfico 6.8, donde la línea recta marca la correlación negativa que existe entre crecimiento económico y volatilidad para la muestra de países seleccionados.

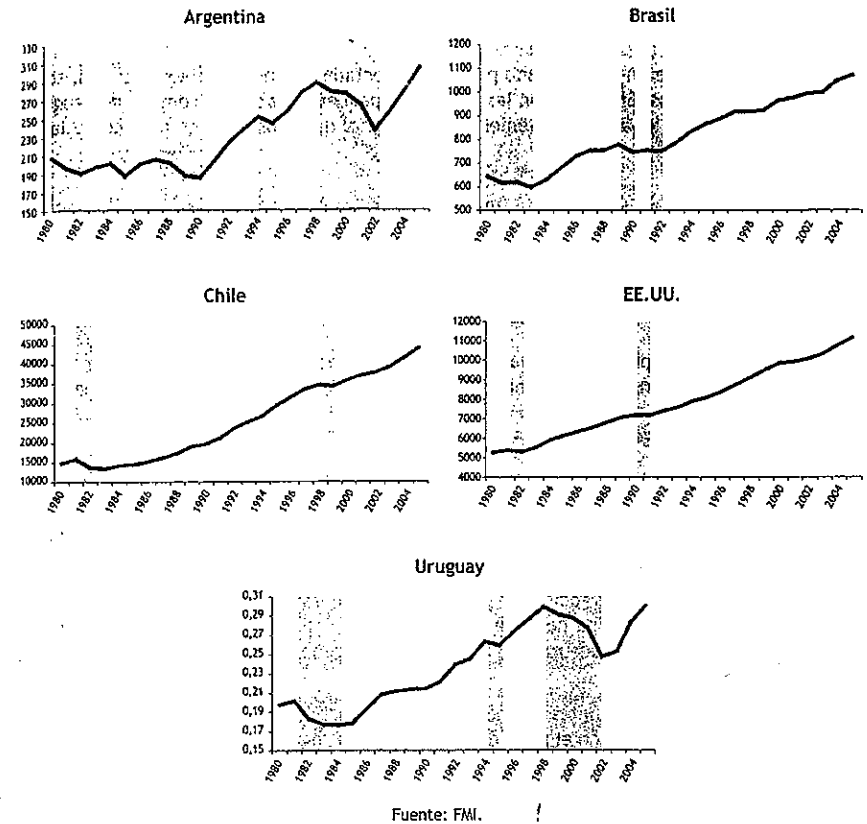


Fuente: Penn World Tables 6.1.

Una de las características que presentan los países que tienen mucha inestabilidad en su crecimiento económico, es que suelen atravesar períodos de crisis más frecuentes y profundas que los países más estables.

En el gráfico 6.9 mostramos la evolución del PIB de distintos países de la región y de EE.UU. desde 1980. En cada caso, el PIB está medido en precios constantes de la moneda local, lo que implica que no pueden compararse directamente. Sin embargo, si observamos las áreas sombreadas (que indican los períodos de caída del PIB) podemos ver que las fluctuaciones cíclicas de Uruguay y Argentina son más frecuentes y más extensas que las de los otros países seleccionados (como Chile y EE.UU.).

GRÁFICO 6.9
La volatilidad del crecimiento económico y los períodos de crisis
PIB a precios constantes en billones de moneda nacional



De lo anterior se desprende que la estabilidad económica, entendida como la baja volatilidad en el crecimiento del PIB y de otras variables macroeconómicas, es una característica deseable para un país, ya que ayuda a alcanzar tasas de crecimiento económico de largo plazo más elevadas y evitar traumáticos episodios de crisis. Es por ello que muchos países toman medidas concretas (a veces con éxito y a veces sin él) con el fin de estabilizar sus economías en el corto plazo. Antes de presentar las medidas que suelen tomar los países con el fin de promover la estabilidad, trataremos previamente las diversas fuentes de inestabilidad a las cuales está sometida una economía.

6.3. Fuentes de inestabilidad

Hasta ahora hemos visto que todas las economías de mercado en el mundo se encuentran sujetas a ciclos económicos en horizontes cortos de tiempo, que marcan la existencia de períodos "buenos", seguidos de períodos "malos", y así sucesivamente. Sin embargo, las

características de estos ciclos son diferentes según los países, lo que determina que algunos tengan un crecimiento más volátil, y por ende, sean más inestables que otros. Como hemos visto, esto afecta su capacidad de crecimiento en el largo plazo. ¿Qué es lo que provoca los ciclos económicos, los auges y las depresiones? ¿Por qué algunos países son más volátiles que otros? ¿Cuáles son los principales factores que han estado detrás de la volatilidad de la economía uruguaya?

La economía de un determinado país se ve afectada por innumerables factores, tanto internos como externos. En particular, las economías pequeñas y abiertas como la de Uruguay, son más vulnerables a los *shocks* provenientes del exterior que economías grandes como Japón o EE.UU.

RECUADRO 6.4

Los *shocks* externos

Los *shocks* externos son cambios bruscos que se producen en otras economías y/o mercados internacionales, que repercuten en la economía en cuestión a través de diversos canales.

A continuación, planteamos una breve lista de los factores que pueden generar inestabilidad económica en un país, separando aquéllos de origen externo de los de origen interno.

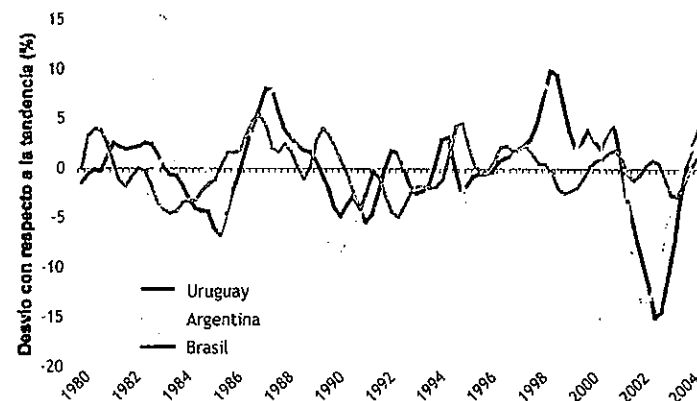
6.3.1. Factores de Origen Externo

- *Nivel de actividad de otros países*

La variación del nivel de actividad en otros países tiene una gran influencia sobre la evolución económica de un determinado país. Esto es especialmente cierto en la medida en que éste tenga fuertes lazos comerciales (de bienes y servicios) y financieros con los países en cuestión. Cuando nuestros socios comerciales, que compran nuestros productos y nuestros servicios, atraviesan una etapa de buen desempeño económico, podemos esperar un efecto positivo en la economía de nuestro país, y lo contrario sucede cuando ellos atraviesan un mal período.

Los *shocks* más importantes que ha recibido la economía uruguaya en el período reciente han estado relacionados con el nivel de actividad de la región. Diversos estudios muestran que el PIB de Uruguay está fuertemente atado al PIB de Brasil y de Argentina, y aun más a este último. Esto lo podemos ver en el Gráfico 6.10, que compara el ciclo del nivel de actividad de Uruguay (medido como el porcentaje de desvío respecto a la tendencia), con los ciclos de Argentina y Brasil en los últimos veinticinco años.

GRÁFICO 6.10
Ciclos económicos en Uruguay, Argentina y Brasil
Valores del 1° de marzo de cada año



Fuente: Estimaciones propias en base a BCU, INDEC y BCB.

Podemos observar que los ciclos económicos de estos tres países están muy relacionados entre sí. En parte esta correlación se explica porque tanto la economía uruguaya, como la argentina y la brasileña, frecuentemente se ven sometidas a iguales *shocks* provenientes de otras partes de mundo. No obstante, en las últimas décadas, el ciclo uruguayo ha sido determinado, en buena medida, por *shocks* provenientes directamente de Argentina. Por ello en el gráfico observamos una estrecha relación entre los ciclos de Argentina y Uruguay, e inclusive, podemos ver que los ciclos de Argentina parecen "adelantarse" a los de Uruguay, indicando que lo que sucede en la vecina orilla impacta poco tiempo después en nuestro país.

A su vez, si recordamos los gráficos sobre volatilidad de distintos países (Gráfico 6.9), tanto Argentina como Brasil son países con volatilidad en su crecimiento económico, principalmente en el caso argentino. Dado que nuestros vecinos son socios comerciales muy importantes, sus inestabilidades se transmiten a una economía pequeña como la uruguaya. Por lo tanto, la estrecha relación con los países vecinos constituye una importante fuente de inestabilidad.

- *Términos de Intercambio Comerciales*

Las variaciones de precios que sufren en el mercado internacional nuestros principales productos de exportación (como la carne) o los precios de productos importados (como el petróleo) tienen un importante efecto sobre la actividad de la economía uruguaya. Si, por ejemplo, aumenta el precio que nos pagan por nuestras exportaciones, o cae el precio que pagamos por los productos que importamos, Uruguay será más rico, aun exportando e importando la misma cantidad de bienes. Así, llamamos términos de intercambio a esta relación que existe entre el precio de los bienes que exportamos y el precio de aquéllos que importamos (ver el recuadro 3.2 en el capítulo 3). Esta relación incide sobre los ingresos de los uruguayos, y por lo tanto puede ser fuente de inestabilidad económica, como veremos enseguida.

RECUADRO 6.5

Shocks de términos de intercambio

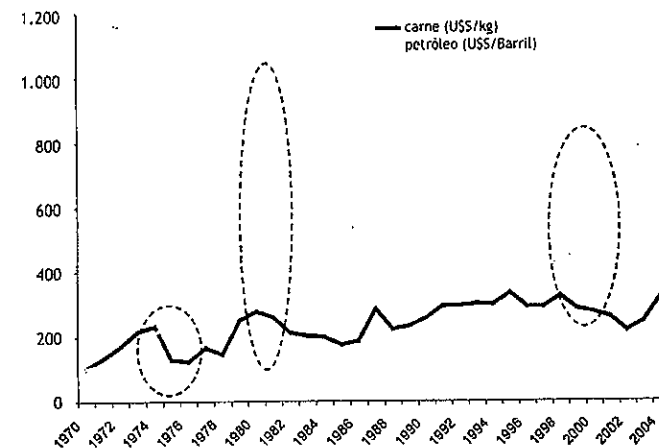
Un determinado país tiene un *shock* favorable de términos de intercambio cuando el precio promedio de sus exportaciones aumenta más que el precio promedio de sus importaciones. En el caso uruguayo, los *shocks* favorables de términos de intercambio generalmente se asocian a aumentos del precio relativo de la carne o la lana, dada la importancia de estos rubros y sus manufacturas en su oferta exportable.

Por el contrario, las subas del precio del petróleo son un claro ejemplo de *shocks* desfavorables de los términos de intercambio.

Como analizamos con mayor detalle en el capítulo 3, nuestro país vende en los mercados externos fundamentalmente productos básicos (carne, cueros, arroz, *tops* de lana, etc.). Estos productos, denominados *commodities*, sufren fuertes fluctuaciones de sus precios en los mercados internacionales. También una elevada proporción de nuestras importaciones son *commodities* (petróleo, hierro, cobre, café, etc.) y, por lo tanto, también sus precios fluctúan. En virtud de ello, al igual que en otros países latinoamericanos, Uruguay está expuesto a oscilaciones, muchas veces repentinas, de los términos de intercambio que se traducen en desequilibrios importantes en la balanza de pagos.

En el Gráfico 6.11 hemos representado la evolución de los precios de dos *commodities* de gran importancia para nuestro país: la carne (principal rubro de exportación) y el petróleo (principal rubro de importación). Podemos ver que ambos precios muestran oscilaciones importantes, pero sin duda el del petróleo tiene fluctuaciones mucho más agudas que el de la carne. Los cambios profundos o *shocks* de precios de las *commodities*, afectan por múltiples vías al nivel de actividad y a los precios internos de la economía. El efecto más importante se relaciona con la variación en el nivel de ingreso del país. Así, por ejemplo, un menor precio de la carne implica un menor ingreso por las exportaciones y por ende, un menor consumo o menor demanda de todos aquellos agentes económicos vinculados a la producción de este bien. Cuando se trata de un producto de gran importancia en la economía del país, como lo es la carne, esto termina por repercutir negativamente sobre el nivel de actividad de la economía en su conjunto.

GRÁFICO 6.11
Índices de precios de la carne y del petróleo
Base 1970 = 100



Fuente: Ministerio de Ganadería Agricultura y Pesca y Energy Information Administration, US.

Del mismo modo, los *shocks* provocados por el precio del petróleo impactan negativamente sobre nuestra economía. Esto significa que Uruguay es muy vulnerable a las resoluciones tomadas por la OPEP (Organización de Países Exportadores de Petróleo) o a conflictos en el Medio Oriente, donde existen las mayores reservas de combustible fósil del mundo. Un aumento en el precio del petróleo implica el encarecimiento de los costos de producción y puede traducirse en una reducción en las cantidades de bienes que las empresas están dispuestas a producir y/o en un aumento del nivel general de precios en la economía.

El gráfico también nos muestra períodos en los cuales ambos precios no solo tuvieron variaciones de diferente magnitud, sino en dirección opuesta, es decir, que uno subía mientras el otro bajaba. En el gráfico señalamos tres períodos en los cuales se verificó este doble efecto simultáneo que implica un fuerte deterioro de los términos de intercambio y que ha sido particularmente nocivo para la economía del Uruguay.

- **Flujos de Capitales Financieros**

Así como la inestabilidad de Argentina y Brasil afectan directamente el nivel de actividad de Uruguay, también la situación financiera de estos países tiene una gran influencia sobre nuestro sistema financiero, lo que, en última instancia, tiene efectos importantes sobre el crecimiento económico del país. De hecho, en las dos principales crisis económicas de Uruguay en los últimos veinticinco años hubo una importantísima fuga de capitales financieros que provocó el cierre de bancos, problemas entre deudores y acreedores, etc. Debemos recordar que, previo a ambas crisis, Argentina tuvo problemas financieros que luego (por diversos motivos) se "contagiaron" a la plaza uruguaya, como señalamos en el capítulo 4. Si miramos nuevamente el gráfico 4.4 en el capítulo 4, veremos la estrecha correlación que existe entre los flujos de capitales financieros de Uruguay con el exterior y la tasa de variación del PIB.

Sin embargo, debe destacarse que muchas veces las fluctuaciones en los flujos de capitales no son la causa, sino el reflejo de otras fuentes de inestabilidad. Por ejemplo, la inesta-

bilidad política de un país puede generar una fuga de capitales locales hacia otros países. En todo caso, la inestabilidad que estos fenómenos financieros provocan es muy importante y es un "mal" al que están sujetas muchas economías en el mundo porque las variables financieras suelen tener un elevado grado de volatilidad.

- *Tasas de interés internacionales*

Otros *shocks* que suelen afectar a economías como la nuestra son los asociados a movimientos en las tasas de interés internacionales, que a veces están asociados también a los cambios en los flujos de capitales, mencionados en el punto anterior. Como vimos en el capítulo 4, la tasa de interés que se cobra por préstamos en los mercados internacionales de capitales, es el precio que Uruguay debe pagar cuando necesita financiamiento (más una prima por riesgo país). Cuando las tasas de interés suben, se generan dificultades para el financiamiento de las empresas, de las familias y del gobierno, lo que termina por afectar negativamente la demanda y a través de ésta, el nivel de actividad y los precios.

- *Otros shocks externos*

Existe una cantidad de factores de naturaleza exógena (es decir, sobre los que el país no puede incidir) que pueden afectar la economía de un país y generar inestabilidad. Guerras, conflictos políticos, catástrofes naturales o factores climáticos, son algunos de estos factores. Por ejemplo, la inestabilidad política argentina a fines de 2001 generó, sin duda, inestabilidad e incertidumbre que se transmitieron a Uruguay.

Los *shocks* hasta aquí descritos comparten la característica de originarse fuera de la economía uruguaya. A continuación se señalan posibles fuentes de inestabilidad que se originan dentro del país.

6.3.2. Factores de Origen Interno

- *Instituciones y políticas públicas*

Ya mencionamos este factor en el capítulo 1 como determinante del crecimiento de largo plazo, pero aquí debemos señalar que las instituciones y las políticas públicas también afectan la estabilidad de la economía en el corto plazo. Las instituciones (la Constitución de un país, sus leyes, los poderes del Estado, el sistema de seguridad social, los sindicatos, etc.) ordenan el funcionamiento de la sociedad. ¿Cómo inciden sobre la estabilidad? Lo hacen en forma directa o indirecta, en la medida en que implícita o explícitamente establecen las reglas de juego en las que debe encuadrarse la actividad económica y social, incentivando ciertas conductas y desincentivando otras.

A nivel institucional, la existencia de conflictos importantes de carácter político (como por ejemplo, la puesta en duda de la continuidad de un Presidente en su cargo o la renuncia de un Ministro de Economía) puede generar nerviosismo e incertidumbre y derivar en inestabilidad económica (por ejemplo, en un retiro de depósitos bancarios).

El funcionamiento de las instituciones, la forma en que definen sus objetivos, se organizan y utilizan los instrumentos disponibles, también inciden sobre la estabilidad. Dicho de otra manera, la estabilidad no se logra si los objetivos que persiguen las distintas instituciones no son compatibles entre sí, o si no se coordinan los esfuerzos para alcanzarlos, o no se distribuyen los instrumentos de forma tal que las políticas adoptadas sean consistentes y adecuadas a esos objetivos. Como veremos en la próxima sección, el gobierno cuenta con una serie de instrumentos para influir sobre la economía con el objetivo de mejorar el bienestar de sus ciudadanos. No obstante, si las instituciones relacionadas con el diseño y la ejecución

de las políticas públicas no actúan en forma inteligente y coordinada, se dificulta el logro de los objetivos, se genera incertidumbre e inestabilidad.

En el caso de afrontar *shocks* externos desfavorables, un país que posee buenas instituciones y que funcionan eficazmente, está mejor preparado para tratar de suavizar los efectos adversos de dichos *shocks* sobre las variables de la economía. Por el contrario, cuando las instituciones de un país son débiles, un *shock* externo, aun si no es muy fuerte, puede verse amplificado y tornarse un problema mucho mayor. De allí que cuando las instituciones son deficientes, también actúan como mecanismo de amplificación de *shocks* externos y se transforman en una fuente de inestabilidad para el país. En 2002, por ejemplo, las debilidades en la regulación del sistema financiero uruguayo contribuyeron a que el problema financiero originado en Argentina se propagara a nuestra economía.

Así, las políticas públicas que un gobierno aplica influyen directamente sobre la actividad económica de un país y, dependiendo de su calidad, pueden ser tanto fuentes de inestabilidad como de estabilidad económica. Dada la importancia que tienen las políticas económicas aplicadas por el Gobierno, este tema es el que ocupa la próxima sección.

- *Otros factores no económicos*

En esta categoría se encuentran los factores climáticos y los sanitarios, entre otros. En cuanto a los episodios climáticos, un ejemplo bastante común en Uruguay son las sequías prolongadas. Estas no solo perjudican a los productores agrícolas, haciéndoles perder parte de sus cultivos, sino que también suelen traer problemas de generación de energía eléctrica, perjudicando tanto a los hogares como a las industrias, que deben restringir su consumo de electricidad.

Entre los factores sanitarios, un ejemplo reciente en Uruguay es el de la aparición de la fiebre aftosa en 2001, que tuvo un doble efecto negativo. Por un lado, la pérdida del status sanitario llevó a una drástica caída del precio de exportación de la carne uruguaya, no porque cayera el precio internacional de la carne (como planteábamos en la sección anterior), sino porque si la carne proviene de un país donde hay brotes de aftosa, los mercados solo compran carne sin hueso, lo que restringe las posibilidades de colocación del animal completo.

Por otro lado, la aparición de la enfermedad en Uruguay significó el cierre de los principales mercados, que es donde se obtienen los mejores precios. Así, este doble efecto tuvo un impacto negativo muy importante en la economía uruguaya, cuyas exportaciones de carne vacuna disminuyeron 150 millones de dólares en 2001, representando una caída del 40% respecto al 2000.

6.4. Política macroeconómica

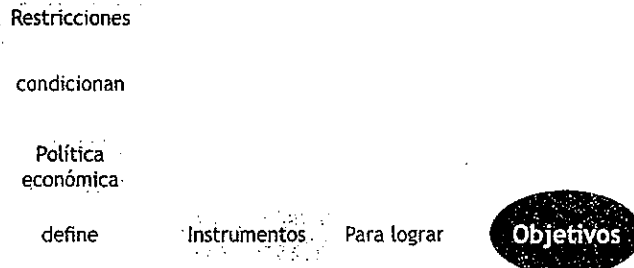
6.4.1. Objetivos, instrumentos y restricciones

La política económica es uno de los tantos aspectos de la política en general. Está conformada por el conjunto de *medidas y disposiciones que tienen por objetivo controlar, organizar e influir la vida económica*. La política económica llevada a cabo por el gobierno, es un mecanismo de asignación de recursos que tiene implicancias sobre la sociedad, tanto a través de la actuación directa del gobierno, como por su efecto sobre los agentes privados. Dado el tema de este capítulo, aquí trataremos únicamente la política macroeconómica de corto plazo, que es solo una parte de la política económica en general.

En general, el ciudadano común percibe fácilmente aquellas políticas que afectan sus ingresos o sus gastos en forma directa. Así, sin necesidad de explicaciones, cualquier ciudadano sabe algo sobre la política relacionada con los impuestos vigentes en una economía (o

política tributaria), y sobre sus efectos más inmediatos. Sabe, por ejemplo, que si disminuye la tasa del IVA los precios disminuirán y tendrá más dinero disponible para gastar. No obstante, los efectos de dicha política a nivel agregado no son tan fáciles de percibir por la población. Una menor recaudación por parte del Estado puede determinar la reducción de los servicios de salud, o de la inversión en viviendas o de la vigilancia en las calles, pero el ciudadano generalmente no relaciona esa disminución de los servicios con la caída de la recaudación.

DIAGRAMA 6.1



En la práctica, las decisiones de política macroeconómica enfrentan al gobierno con dilemas parecidos a los que enfrenta un consumidor. El gobierno debe utilizar un número limitado de *instrumentos* para tratar de alcanzar *objetivos* múltiples. Por eso los gobiernos tienen que definir claramente cuáles son las prioridades y elegir aquellos objetivos fundamentales que puedan ser alcanzados con los instrumentos disponibles. Además, debe tenerse en cuenta una dificultad adicional y es que, en la práctica, el gobierno enfrenta *restricciones* para la utilización de ciertos instrumentos de política. Cabe mencionar que las variables utilizadas como instrumento, son aquellas que influyen directamente sobre el funcionamiento de la economía y que están bajo el control del gobierno. En cambio, las variables que se definen como objetivo son aquellas sobre las cuales el gobierno establece metas porque considera que influyen directamente en el bienestar de la sociedad.

Así como el consumidor toma sus decisiones de consumo teniendo en cuenta sus preferencias, su ingreso y los precios de los bienes, el gobierno se enfrenta a situaciones parecidas cuando hace política macroeconómica. Así, por ejemplo, en los momentos de baja del ciclo económico, cuando la producción está cayendo, el instrumento más adecuado puede ser, teóricamente, la baja de los impuestos de forma de incentivar a las empresas a producir más. Pero si el gobierno enfrenta un severo déficit de las cuentas públicas no podrá utilizar este instrumento porque agravará el déficit público, lo que le traerá aparejados otros problemas, como vimos en el capítulo 5. Por otra parte, debemos tener en cuenta que los objetivos y los instrumentos que se utilizan a veces tienen efectos contradictorios o que se compensan unos con otros.

¿Con qué objetivos se adopta una política macroeconómica? El objetivo, en última instancia, es guiar y conducir la economía hacia mejores resultados. En este capítulo nos interesan los objetivos de la política económica de corto plazo.

6.4.2. Principal objetivo de la política macroeconómica en el corto plazo: la estabilización

Uno de los principales objetivos de la política macroeconómica de corto plazo es *promover la estabilidad de la actividad económica y de los precios*, reduciendo la incertidumbre de los agentes con respecto al futuro. Debemos destacar que el objetivo de estabilización no comprende únicamente la estabilización de precios (o lucha contra la inflación), sino que es fundamental que incluya también la estabilización del nivel de actividad, el empleo, etc. En este sentido, el propósito de la política macroeconómica es evitar que los cambios imprevistos en el entorno generen movimientos inesperados de las variables y se eviten las consecuencias negativas sobre el crecimiento económico de largo plazo o sobre objetivos socialmente relevantes. El objetivo de la política macroeconómica es, en este caso (el corto plazo), reducir la amplitud o la profundidad de las fluctuaciones económicas "normales" a las que están sujetas todas las economías de mercado.

¿Por qué la estabilidad de los precios es un objetivo? ¿Cuáles son las consecuencias de una tasa de inflación elevada? Como mencionamos antes, cuando la inflación es alta y muy variable, es decir, cuando los precios suben mucho y en forma muy despereja (algunos más, otros menos), se hace muy difícil prever lo que va a pasar en el futuro, lo que dificulta la toma de decisiones de las personas y de las empresas. Supongamos por ejemplo, que el panadero de nuestro barrio tiene que decidir si agrandar su panadería, y por lo tanto contratar algún empleado más, o mantener la dimensión actual. Para tomar esta decisión, en primer lugar tiene que hacer alguna proyección de cuánto ganaría por agrandar su negocio y para esto es clave que tenga alguna idea de cómo van a evolucionar los precios de los productos que vende, que son su fuente de ingresos. Por otro lado, tiene que tener una idea de cómo se van a modificar sus costos con la ampliación (por ejemplo, cuanto aumentará su gasto de leña, luz, teléfono, etc.). En un contexto inflacionario, proyectar la evolución de los precios es difícil, por lo que es probable que el panadero desista de agrandar su negocio por miedo a perder dinero. Esto tendrá como consecuencia que tampoco querrá contratar más empleados. Este simple ejemplo muestra por qué, en ambientes inflacionarios, la inversión cae (igual que el panadero, otros empresarios desistirán de agrandar su negocio o de emprender negocios nuevos). De esta forma, se reduce la posibilidad de que se generen nuevos puestos de trabajo y de que se produzcan más bienes y servicios, lo que implica una caída del nivel de actividad.

Además de los efectos adversos relacionados a la incertidumbre, la inflación perjudica a todas aquellas personas que tienen un ingreso fijo. Supongamos que alguien gana \$ 5.000 por mes y gasta todo su sueldo en comprar bienes. Para ilustrar los efectos de la inflación supondremos que gasta todo su sueldo en comprar alimentos, cuyo precio es de \$10 por kilo. A este precio la persona puede comprar 500 kilos de alimentos por mes.

¿Qué sucedería con el poder de compra de ese sueldo de \$ 5.000 un año después si en ese período los precios se duplicaron? En ese caso, el kilo de alimentos pasaría a \$ 20 pesos y lo que podría comprar esa misma persona con ese sueldo sería solamente 250 kilos, es decir, la mitad de lo que compraba un año atrás. Si los precios suben y los ingresos permanecen igual, las personas pueden comprar menos bienes y servicios para satisfacer sus necesidades. Por esa razón, las personas que tienen ingresos fijos se ven perjudicadas cuando existe inflación.

Los cambios en los precios producen también redistribuciones de la riqueza. Si algunos agentes logran aumentar sus ingresos al mismo ritmo de la inflación (o aun por encima), no van a perder (o incluso pueden ganar) poder de compra, es decir, podrán adquirir más bienes y servicios que antes. Todos aquellos agentes que puedan ajustar rápidamente sus ingresos al ritmo de la inflación van a estar beneficiados en relación a aquellos que no puedan hacerlo. De esta forma la inflación modifica la forma en que se distribuye el ingreso nacional: pierden

aquéllos con ingresos fijos (o rígidos), mientras que se benefician (o al menos, no se perjudican) quienes pueden acompañar sus ingresos al nivel de inflación.

Aquí solo hemos mencionado algunos ejemplos de cómo la inflación afecta al bienestar de la población de un país, pero podríamos citar otros. Si bien la mayoría de las veces el efecto de la inflación sobre el bienestar general es indirecto, no existen dudas de que su signo es negativo, y por eso la política macroeconómica se ocupa de este problema permanentemente.

Veamos ahora la importancia del objetivo de reducir la amplitud de los ciclos económicos, o dicho de otra forma, de lograr tasas de crecimiento del producto estables en el tiempo. Este objetivo es importante porque guarda una relación directa con otros objetivos como el evitar cambios bruscos en el empleo o en la distribución del ingreso, y por tanto, con el bienestar social. No es lo mismo estar en una fase expansiva del ciclo que en una recesiva. ¿Por qué intervenir en las fases recesivas del ciclo, es decir, cuando cae el producto? Porque en esta fase el desempleo aumenta y esto tiene consecuencias negativas sobre el bienestar de la población.

Es más difícil entender por qué la política económica debe intervenir también en la etapa expansiva del ciclo, ya que en esta fase el nivel de actividad crece, el desempleo baja, etc. ¿Qué efectos negativos se dan en esta etapa? En la fase expansiva del ciclo, el empleo crece, pero también es creciente la demanda de bienes y servicios y esto puede generar una presión alcista sobre los precios y generar inflación. Como vimos, esto puede tener un efecto negativo sobre el bienestar. ¿Por qué en las fases expansivas los precios tienden a subir? La explicación es relativamente intuitiva: si la demanda de bienes y servicios aumenta y no es posible producir más bienes porque las fábricas están a capacidad máxima (es decir, la oferta agregada de bienes y servicios no aumenta) los precios de los bienes tienden a subir. Como se dijo anteriormente, la inflación alta reduce la cantidad de bienes y servicios que las personas pueden adquirir con sus ingresos y, por lo tanto, es otra razón para atenuar las fases expansivas del ciclo económico.

Por estas razones, uno de los principales objetivos de la política macroeconómica es estabilizar la economía, y lograr un ambiente previsible donde puedan desarrollarse con continuidad las actividades económicas. Para alcanzar este objetivo, el gobierno utiliza los instrumentos que tiene disponibles con este fin y pone en práctica ciertas políticas. Es importante que estas políticas se coordinen adecuadamente entre sí y que sean consistentes en el tiempo, ya que, en caso contrario, sus efectos pueden ser contraproducentes. En este capítulo, se tratan solo aquellas políticas que están asociadas al objetivo estabilizador de la economía: la política fiscal, la política monetaria y la política cambiaria.

6.5. Política fiscal

La *política fiscal* comprende todas las medidas del gobierno relacionadas con la utilización de los *impuestos* y del *gasto público*. Si bien los impuestos y el gasto público fueron tratados con detalle en el capítulo anterior, aquí estos temas son abordados desde otro punto de vista. En este capítulo nos interesa resaltar los efectos estabilizadores que posee la política fiscal en el corto plazo, a través de su influencia directa sobre la demanda agregada de bienes y servicios de la economía.

6.5.1. Política fiscal y demanda agregada

Las decisiones que toma el gobierno en relación al gasto público (en consumo y en inversión) y en relación a los impuestos que cobra a sus ciudadanos, afectan directamente la demanda agregada de la economía. Por ejemplo, si el gobierno aumenta los impuestos a las familias, estas tendrán menos ingresos disponibles (es decir menos ingresos luego del pago de impuestos) para gastar, por lo que disminuirá la demanda agregada de bienes y servicios.

Así, un aumento de los impuestos tiene como consecuencia una disminución de la demanda agregada ($DA = C + I + G$), al disminuir el gasto en consumo de las familias, ya que el consumo depende del ingreso disponible.

Del mismo modo, si aumentan los impuestos sobre las empresas disminuyen sus beneficios netos, lo que afecta la capacidad de las mismas para realizar nuevas inversiones. También en este caso, una medida de política fiscal que aumente los impuestos tiene como efecto una disminución de la demanda agregada. En ambos casos, la política implementada altera las decisiones de gasto de los agentes privados.

El gobierno también puede influir en forma más directa, puesto que el gasto público es un componente de la demanda agregada. Una disminución del gasto público implica una disminución de la demanda agregada. En este caso cambia la decisión de gasto del agente público.

En estos ejemplos, la política fiscal tiene como efecto disminuir la demanda agregada, por eso se le llama *política fiscal contractiva*. Por el contrario, la *política fiscal expansiva* comprende el conjunto de acciones tendientes a aumentar el gasto público (G), o reducir los impuestos (T), aumentando así el consumo y la inversión ($C e I$).

¿Cuál es el papel de la política fiscal como herramienta de estabilización de la economía? La política fiscal puede realizarse de forma expansiva cuando la economía atraviesa una recesión, y de forma contractiva cuando se atraviesa una etapa de auge, de modo de reducir las fluctuaciones. Supongamos que un país, utilizando la totalidad de sus recursos (trabajadores, máquinas, etc.) de forma eficiente, es capaz de producir 100 automóviles por año, y que en circunstancias normales, los 100 automóviles son demandados anualmente por los agentes domésticos. Supongamos ahora que por razones transitorias (por ejemplo una suba del precio de los combustibles), las personas demandan 80 automóviles en lugar de 100.

Si el Estado no toma ninguna medida, las fábricas deben comenzar a producir 80 automóviles en lugar de 100, ya que de lo contrario le quedarían 20 automóviles por año sin vender. Sin embargo, es probable que para producir 80 automóviles la fábrica necesite menos empleados, por lo que eventualmente cese algunos trabajadores. Estos, al quedar sin trabajo, es probable que también dejen de comprar automóviles, agravando así la escasez de demanda por automóviles.

Supongamos ahora que el Estado decide comprar los 20 automóviles que el mercado privado ha dejado de demandar. En este caso, las fábricas continuarán produciendo 100 unidades, ningún empleado será despedido, y el problema no se agravará como en el caso anterior. Sin embargo, es importante notar que el Estado deberá seguir comprando estos automóviles hasta que la demanda privada de automóviles se normalice. Si ello no sucede (o demora mucho en suceder), el gobierno deberá gastar cada vez más dinero de sus contribuyentes en comprar bienes (en este caso automóviles) que quizás no necesite.

Es por ello que a la hora de aplicar políticas fiscales expansivas o contractivas con fines estabilizadores, es importante y deseable que el Estado actúe únicamente con el fin de remediar o solucionar un problema de carácter transitorio. En otras palabras, si se desea utilizar la política fiscal para "suavizar" las fluctuaciones transitorias de una economía, es muy importante saber distinguir los problemas transitorios de los problemas permanentes, lo que a veces resulta muy difícil. Siguiendo el ejemplo anterior, si el factor que origina la recesión (la suba del precio de los combustibles) es permanente y no transitorio, los agentes privados continuarán demandando 80 automóviles en lugar de 100, y el gobierno deberá mantener su compra de automóviles de forma permanente para evitar que caiga la producción, elevando de forma permanente su gasto. Dado que ningún gobierno puede gastar más de lo que recauda

en forma permanente, tarde o temprano esta situación llevará a aumentar los impuestos para financiar su exceso de gasto.

6.5.2. El multiplicador de la demanda agregada

En el ejemplo de los automóviles, la caída inicial del consumo de las familias provoca una caída de idéntico monto de la demanda agregada. También el aumento del gasto público tiene como consecuencia un aumento del mismo monto en la demanda agregada. Sin embargo, la realidad es más compleja, y los efectos de la reducción (o de los aumentos) de los impuestos o del gasto público, no terminan aquí.

La expansión de la demanda agregada por una reducción de impuestos estimulará a las empresas a producir más bienes y servicios (aumento de la oferta) para satisfacer esa demanda creciente. Si no hay limitaciones de capacidad productiva, las empresas responderán produciendo más cantidad de bienes y servicios, para lo cual necesitan aumentar su demanda de factores productivos, en particular trabajo, lo que estimulará el aumento del empleo.

Cuando aumenta el empleo, también se eleva el ingreso disponible a nivel agregado (es decir, a nivel de toda la población), por lo que el consumo nuevamente aumenta. Por lo tanto la reducción de impuestos genera un efecto *multiplicador* sobre la demanda agregada, que recoge todos los aumentos adicionales de la demanda agregada. Lo contrario sucederá si se elevan los impuestos.

¿Hay efecto multiplicador cuando la política expansiva es consecuencia de un aumento del gasto público? Sí, también se producen efectos adicionales en la demanda agregada. Supongamos que el aumento del gasto del gobierno se destina a compras de mobiliario para los liceos (bancos, mesas, pizarrones, etc.). Si suponemos que se compran muebles nacionales y no importados, uno de los efectos inmediatos del aumento de la demanda de estos bienes es un aumento del empleo de los carpinteros y de los beneficios de los propietarios de carpinterías. Este sector, a su vez, comprará más a los aserraderos y así sucesivamente. Por tanto, dado que las actividades económicas de los agentes se encuentran "encadenadas" unas con otras, el gasto público (en este caso en muebles) tendrá efectos que se propagarán a otros sectores (por ejemplo los aserraderos), generando también un efecto multiplicador sobre la economía.

RECUADRO 6.6

Efecto multiplicador

El *multiplicador del gasto o de la demanda agregada* hace referencia a los aumentos (o disminuciones) adicionales que experimenta la demanda agregada como consecuencia de una política fiscal expansiva (o contractiva). Por ejemplo, si el gasto fiscal aumenta un 2%, y como consecuencia la demanda agregada de la economía aumenta un 3%, el multiplicador es 1,5 (ya que $0,02 \times 1,5 = 0,03$). Por tanto, cuanto mayor sea el multiplicador, más sensible será la demanda agregada de la economía a los movimientos (expansivos o contractivos) de la política fiscal.

De lo anterior se desprende que la política fiscal es un instrumento que, en ciertas condiciones, puede ser utilizado para contrarrestar las tendencias expansivas que existen en épocas de bonanza, o las tendencias recesivas en períodos de crisis. A partir de los efectos de la política fiscal en la demanda agregada es relativamente sencillo entender cómo cumple su rol estabilizador. En determinadas situaciones, el Estado puede aplicar una política fiscal expansiva (mediante un aumento del gasto o una disminución de impuestos) con el fin de compensar la caída del gasto privado, estabilizar el nivel de actividad e impulsar la economía fuera de la fase recesiva. Contrariamente, cuando la economía se encuentra en una fase ex-

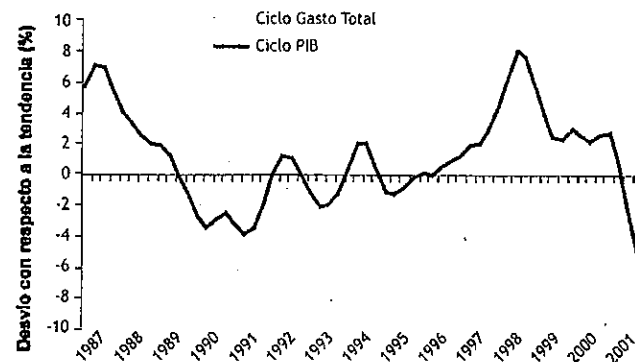
pansiva y el gasto de los agentes es mayor al deseado, el Estado puede disminuir su gasto o subir los impuestos, para encauzar la economía en una trayectoria más sostenible.

¿En Uruguay, la política fiscal se ha aplicado de forma de estabilizar la economía? No, casi nunca se ha aplicado con ese fin. Es más, la política fiscal aplicada en Uruguay casi siempre ha exacerbado los ciclos, siendo expansiva en épocas de auge y contractiva en momentos recesivos, tal y como se aprecia en el Gráfico 6.12.

GRÁFICO 6.12

Los ciclos económicos y el ciclo del Gasto Público Total

Valores del primer trimestre de cada año



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCU.

6.5.3. La estabilización a través de la política fiscal y sus restricciones

¿Qué restricciones y dificultades existen para utilizar la política fiscal como herramienta para estabilizar la economía? Por un lado, es difícil saber si el fenómeno que se pretende contrarrestar tiene un carácter transitorio o permanente. Inclusive, muchas veces resulta complicado determinar con certeza si la economía se encuentra atravesando una fase recesiva o expansiva, en particular porque es difícil definir cuál es la tasa de crecimiento "normal".

Sin embargo, el principal problema para aplicar políticas fiscales estabilizadoras (en particular políticas fiscales expansivas) se encuentra en que el Estado suele enfrentar restricciones de presupuesto que reducen su margen de maniobra para aplicar políticas. Dado que generalmente el aumento del gasto público implica un deterioro del saldo del sector público, si este sector ya tenía un déficit elevado y/o un importante nivel de endeudamiento (situación que como vimos en el capítulo 5 suele ser el caso de Uruguay), esta política tiene posibilidades muy limitadas.

Concretamente, hay por lo menos tres factores que limitan seriamente el uso de la política fiscal:

- La rigidez de la estructura de ingresos y gastos deja escaso margen de acción a la política fiscal, tal como vimos en el capítulo anterior.
- Las dificultades para obtener financiamiento limitan la posibilidad de aumentar el déficit público (es decir, el exceso de gasto sobre ingresos).

- El nivel de endeudamiento existente (es decir, el stock de deuda) impone otra gran restricción. En el caso de Uruguay, como vimos en el capítulo anterior, el endeudamiento del sector público es tan elevado que se cuestiona la sostenibilidad de la deuda pública.

La primera restricción dificulta tanto la capacidad de aplicar políticas fiscales contractivas como expansivas. Por ejemplo, buena parte de los gastos fiscales en Uruguay se encuentran afectados a remuneraciones (salarios públicos) y al pago de pasividades, y por tanto son gastos para los cuales existe poco margen (tanto económico como político) para ajustar. Las dos últimas restricciones son especialmente operativas cuando se intenta implementar una política expansiva, que implica aumentar los gastos con relación a los ingresos.

¿Qué opinan los economistas sobre el uso de la política fiscal como herramienta para estabilizar las fluctuaciones económicas? En la práctica, la mayoría de los economistas concuerdan en señalar que la capacidad de usar dicha herramienta de política depende de la situación fiscal de cada país, y si la misma lo permite, su uso debe ser muy cuidadoso. Sin embargo, a nivel teórico existen dos escuelas con pensamiento opuesto al respecto (ver recuadro 6.7).

RECUADRO 6.7

La política fiscal: el enfoque clásico y el enfoque keynesiano

En relación a la política fiscal suelen mencionarse dos posturas opuestas:

Escuela clásica: Sus representantes, Adam Smith entre otros, sostienen que la economía tiene mecanismos propios y automáticos de ajuste, que hacen innecesaria la intervención mediante la política fiscal.

Escuela keynesiana: J. M. Keynes es su fundador. Para él y sus seguidores no existe tal mecanismo automático. Frente a una caída o depresión de la demanda (demanda agregada insuficiente) se recomienda una política fiscal expansiva, ya que a veces el mercado no es capaz por sí solo de superar la depresión económica.

De acuerdo a lo que hemos visto hasta aquí y en el capítulo anterior sobre el déficit del sector público en Uruguay, es fácil deducir que la utilización de la política fiscal como instrumento de estabilización es limitada (en especial, la política fiscal expansiva cuando la demanda está deprimida) porque las restricciones fiscales imperantes tornan difícil aumentar el gasto o disminuir los impuestos.

6.5.4. La política fiscal en el largo plazo

Hasta ahora hemos visto que el Estado, modificando los impuestos y/o sus gastos, es capaz de alterar el nivel de actividad de la economía. En particular, en épocas de recesión, el Estado puede aumentar su gasto o disminuir sus impuestos de forma de promover el crecimiento de la economía y evitar que la recesión se prolongue. ¿Puede entonces el Estado tener una conducta expansiva permanente, de forma de impulsar el crecimiento de largo plazo? La respuesta es que ello no es posible. Como vimos en el capítulo 5, el Estado, al igual que una familia o empresa, no puede gastar más de lo que recauda de forma permanente. En el largo plazo, las cuentas fiscales deben estar equilibradas. Por tanto, la política fiscal debe considerarse como una herramienta para influir en el nivel de actividad únicamente en el corto plazo, y no como un instrumento para afectar el crecimiento del país en el largo plazo.

6.6. Política monetaria

Al igual que la política fiscal, la política monetaria tiene efectos en el corto plazo, y puede afectar la demanda agregada de la economía. Por lo tanto, también constituye un instrumento al que puede recurrir el Estado para ayudar a estabilizar la economía de un país.

En términos sencillos, la política monetaria se refiere a todas aquellas acciones tomadas por el Estado (en particular por las autoridades monetarias del mismo), relacionadas con la fijación de la cantidad de dinero de que dispone una economía. Estas acciones tienen efectos sobre los precios (sobre el nivel y su tasa de crecimiento), las tasas de interés, las condiciones del crédito en general, y en el corto plazo, sobre la demanda agregada de la economía. En la gran mayoría de los países, la autoridad monetaria se encuentra representada por una institución (llamada Banco Central, siendo en el caso de Uruguay, el Banco Central del Uruguay (BCU)).

6.6.1. El dinero y sus definiciones

Antes de describir cómo funciona la política monetaria, es necesario definir de forma más precisa qué se entiende por "dinero" en una economía moderna. La definición convencional de dinero tiene en primer lugar, un componente evidente que es la *emisión de billetes y monedas en poder del público* (EM_p). Es decir, el *dinero en efectivo que hay en circulación* (circulando en poder del público) en una economía. En Uruguay, el BCU es la institución encargada de la emisión y de controlar la cantidad de billetes y monedas que están en poder del público.

El segundo componente habitualmente incluido en la definición de dinero son los *depósitos a la vista* (DV). Estos son los depósitos en moneda nacional que las personas o las empresas realizan en cuentas bancarias a las que se puede acceder fácilmente (cuentas a la vista o cuentas corrientes). Por ejemplo, es muy común que las tiendas comerciales acepten cheques como forma de pago, por lo que en muchas ocasiones llevar una chequera es casi lo mismo que llevar efectivo.

A mediados de 2006, la emisión de billetes y monedas circulando en poder del público alcanza aproximadamente los 12.000 millones de pesos, mientras que los depósitos a la vista se sitúan en torno a 18.000 mil millones de pesos³. Por tanto, de acuerdo con la definición de dinero utilizada ($M1$), la cantidad de dinero en Uruguay asciende a 30.000 millones de pesos, representando aproximadamente un 6% del PIB.

RECUADRO 6.9

Oferta de dinero

De acuerdo con la definición más usada (denominada $M1$), la oferta o cantidad de dinero está conformada por dos componentes: billetes y monedas en circulación más depósitos a la vista en el sistema bancario. Por tanto, de acuerdo a esta definición, se tiene que:

$$M1 = EM + DV$$

Sin embargo, existen también otras definiciones de dinero, más amplias, que incluyen también los depósitos en caja de ahorro e incluso los depósitos a plazo. En Uruguay se define $M2$ como $M1$ más los depósitos a plazo en moneda nacional, y $M3$ como $M2$ más los depósitos en moneda extranjera. Más allá de las diferencias que existen entre cada definición, lo importante es que la cantidad de dinero en una economía comprende, además del efectivo, los depósitos que se encuentran en los bancos y otras instituciones financieras.

En buena medida, la cantidad de dinero ($M1$) es controlada por las autoridades monetarias del Banco Central. Sin embargo, dado que el dinero tal y como fue definido también incluye a los depósitos que realizan las personas en los bancos, la conducta de los bancos puede influir en la cantidad de depósitos y, por tanto, en la oferta monetaria. A su vez, una diferencia particularmente importante entre los billetes y monedas respecto de los depósitos

³ Datos del BCU a Mayo de 2006.

a la vista es que los bancos, al recibir depósitos y otorgar créditos, también crean dinero (ver recuadro 6.10).

RECUADRO 6.10

Los bancos comerciales y la creación secundaria de dinero

La cantidad de dinero también depende de la cantidad de depósitos a la vista que tienen los agentes privados superavitarios o "el público" en los bancos comerciales. Por lo tanto, los bancos comerciales y el público también alteran la cantidad de dinero en circulación.

¿Cómo afecta a la cantidad de dinero la variación de los depósitos? Veamos un ejemplo. Supongamos que, buscando seguridad, el público decide colocar una parte de su efectivo en depósitos a la vista en los bancos. Esto tiene dos consecuencias que se contrarrestan. Por un lado, disminuye la cantidad de billetes en circulación y por otro lado, aumentan los depósitos por el mismo monto. La cantidad de dinero se mantiene en la misma cifra.

Sin embargo, los efectos de esta operación no terminan allí. Recordemos que el negocio de los bancos es recibir depósitos y, con ese dinero, prestar a otros agentes que necesitan efectivo. Ante el aumento de los depósitos, los bancos van a intentar prestar una parte de ese crecimiento de los depósitos a sus clientes. Cada vez que los bancos otorgan un crédito, aumenta la cantidad de dinero en circulación. Notemos que, si los bancos prestaran al público la misma cantidad de billetes que habían recogido, la cantidad de dinero igual habría aumentado porque ahora hay más depósitos a la vista. Esto da lugar a lo que en la jerga económica se conoce como creación de dinero por los bancos comerciales, o también, creación secundaria de dinero.

En la vida real, los bancos no pueden prestar todos los depósitos que reciben, ya que retienen una fracción de esos depósitos en forma de reservas, dentro de sus propias cajas fuertes. Muchas veces estas reservas se mantienen voluntariamente para tener efectivo disponible por si algún cliente del banco quiere retirar su dinero. Sin embargo, es común que la autoridad monetaria muchas veces exija que se mantenga un determinado porcentaje (por ejemplo 20%) de los depósitos como reserva. El monto de depósitos no prestados por los bancos recibe el nombre de *encaje*, y el porcentaje de los depósitos que la autoridad monetaria obliga a mantener como reserva se llama *tasa de encaje legal*.

Dado que la autoridad monetaria fija la tasa de encaje legal, esto le otorga cierto control sobre la creación secundaria del dinero que se genera a partir de la intermediación financiera. Sin embargo, dicha creación también depende de otros factores que están fuera del control del Banco Central, como ser la preferencia del público por el efectivo y la demanda de créditos, y por tanto generalmente no es posible de controlar en su totalidad.

Para entender cómo es que el Estado puede afectar diversas variables de la economía y eventualmente suavizar las fluctuaciones del nivel de actividad mediante el uso de la política monetaria, es necesario comprender también cómo funciona el mercado monetario.

6.6.2. El funcionamiento básico del mercado monetario

A pesar de que el dinero es un bien de características muy especiales, al igual que otros bienes, el valor del dinero depende de su oferta y demanda. Como se explicó en la sección anterior, la oferta de dinero básicamente se encuentra fijada por el Banco Central. La demanda de dinero depende en cambio de las preferencias de liquidez que tengan los individuos.

¿Qué determina la demanda de dinero? Lo importante es diferenciar el concepto de dinero tal cual se ha definido, del concepto de riqueza. Comúnmente solemos decir que alguien es muy rico cuando tiene mucho dinero. Sin embargo, el dinero tal cual está definido aquí, es simplemente aquella proporción de la riqueza que los agentes quieren mantener en efectivo o depositada en un banco. Por tanto, la demanda de dinero es solo una proporción

de nuestra riqueza, aquella que queremos mantener en forma líquida, la cual depende de diversos factores.

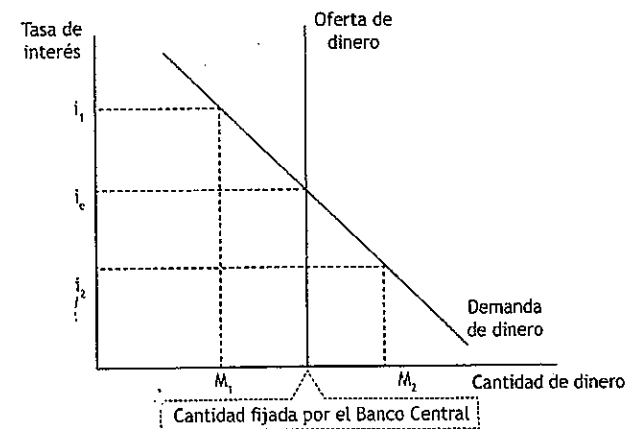
RECUADRO 6.11

La demanda de dinero y el mercado monetario

Una de las características principales del dinero que hace que éste sea demandado por las personas es su *liquidez*. El concepto de liquidez de un activo hace referencia a la facilidad con que dicho activo puede usarse en una economía para comprar bienes y servicios. Como el dinero es el medio de cambio de la economía, es por definición el activo más líquido que existe. Así, la liquidez es una de las principales (no la única) razón por la que los agentes desean mantener su riqueza en forma de "efectivo", en lugar de mantenerla en algún otro activo financiero que pague intereses. ¿Sería imposible pagar un boleto de autobús o un alfajor en una cantina, con un Bono del Estado!

¿De qué depende la cantidad demandada de dinero? Si bien hay varios factores que determinan la demanda de dinero, uno de los principales determinantes de ésta es la tasa de interés. Una de las primeras personas en llegar a esta conclusión fue J. M. Keynes, quien propuso la *teoría de la preferencia por la liquidez*. De acuerdo con esta teoría, la demanda de dinero depende negativamente de la tasa de interés, y en el mercado monetario, la tasa de interés se ajusta para equilibrar la oferta y demanda de dinero.

La explicación de por qué la demanda de dinero depende negativamente de la tasa de interés es que al mantener su riqueza en efectivo, los agentes están dejando de ganar los intereses que pagan otros activos financieros (como los Bonos). En otras palabras, la tasa de interés es el costo de oportunidad de tener dinero. El siguiente gráfico muestra cómo, mediante el ajuste de la tasa de interés, se produce el equilibrio en el mercado monetario.



En primer lugar y como se observa en el gráfico, dado que la cantidad de dinero es fijada por el Banco Central, la misma no depende de otras variables económicas, como la tasa de interés. Por lo tanto, dada cierta oferta de dinero, existe un nivel de tasa de interés, para el cual la oferta de dinero es igual a la cantidad demandada. Esta tasa de interés (i_e) es entonces la que equilibra el mercado monetario. Si el tipo de interés es superior al equilibrio (i_1), la cantidad demandada de dinero es menor a la creada por el Banco Central. Los agentes utilizarán este exceso de dinero para comprar bonos, presionando a la baja a la tasa de interés hasta que esta llegue a i_e . Contrariamente, si la tasa de interés se encuentra por debajo de i_e (por ejemplo en i_2), los agentes demandan más dinero del que hay en circulación, por lo que deben vender Bonos para hacerse del dinero, presionando a la baja a la tasa de interés.

Mientras que para el común de los bienes y servicios, la cantidad demandada depende de sus precios en el mercado, en el caso del dinero la cantidad demandada depende de la tasa de interés que paga como rendimiento un determinado activo financiero, sustituto del dinero, como puede ser un Bono emitido por el Estado.

6.6.3. Política monetaria, la demanda agregada y los precios

Al regular la oferta monetaria (controlando la cantidad de dinero o la tasa de interés), el gobierno puede influir directamente en una gran cantidad de variables económicas, y en particular, incidir en la demanda agregada de la economía y la tasa de inflación.

¿Cómo puede la política monetaria contribuir a reducir las fluctuaciones de una economía? Supongamos nuevamente que el país produce un único bien (automóviles) para satisfacer su demanda interna y que se encuentra en una fase recesiva. En el ejemplo visto, la demanda de automóviles del país caía de 100 a 80 unidades, y las fábricas (que producían en condiciones normales 100 automóviles al año) deberían producir 20 unidades menos para ajustarse a la nueva demanda. Esta situación implicaría menos empleo en la economía (dado que se necesitan menos trabajadores para hacer 80 automóviles que para hacer 100), lo que podría agravar aún más la recesión.

Supongamos ahora que ante esta situación el gobierno decide intervenir, aplicando una *política monetaria expansiva*, mediante el aumento de la cantidad de dinero. Como consecuencia de este aumento, el precio del dinero baja (ver recuadro 6.10), o lo que es lo mismo, baja la tasa de interés.

¿Qué sucede con la demanda agregada cuando baja la tasa de interés? Como vimos en el capítulo 2, tanto el consumo privado como la inversión privada dependen negativamente de la tasa de interés. Por tanto, la disminución de la tasa de interés lleva a que aumenten el consumo y la inversión privada, impulsando al alza a la demanda agregada. En nuestro ejemplo, el gobierno podría aumentar la cantidad de dinero, hasta lograr que la demanda de automóviles aumente hasta 100 unidades, restituyendo así el equilibrio de la economía y evitando que la recesión se profundice.

En el caso contrario, es decir, si la economía atravesara una etapa de expansión exagerada, el gobierno podría implementar una *política monetaria contractiva* (reduciendo la cantidad de dinero en la economía). Siguiendo con el ejemplo, si la demanda de automóviles fuera exageradamente alta (digamos 120 unidades) y mayor a la que el país es capaz de producir (100 unidades), dicha política elevaría la tasa de interés, reduciendo el consumo y la inversión, y por tanto disminuyendo la demanda agregada.

Este último ejemplo ilustra una situación en que el gobierno quiere disminuir la demanda agregada, lo que en la práctica implica disminuir el crecimiento de una economía. Una pregunta evidente surge al respecto: ¿por qué un gobierno podría querer reducir el ritmo de crecimiento de una economía? Porque la oferta de bienes y servicios suele reaccionar lentamente a las variaciones de la demanda, y por ello a veces los aumentos de demanda pueden provocar aumentos en los precios de los bienes, es decir, pueden provocar inflación.

Volviendo al ejemplo de la fábrica de autos supongamos nuevamente que la demanda de automóviles aumenta de 100 a 120 unidades. Ante esta situación, al fabricante de automóviles le gustaría aumentar su producción de 100 a 120 unidades, ya que así vendería 20 automóviles más. Sin embargo, puede suceder que la capacidad de producción máxima de su fábrica sea de 100 unidades, y no pueda aumentar su producción de manera inmediata⁴. En este caso: ¿cómo se ajusta el mercado de automóviles en el corto plazo? La única forma de que se igualen las cantidades ofertadas y demandadas de automóviles, es que suba el precio de los automóviles. En la medida en que los automóviles suban de precio, su demanda disminuirá. Bajo estos supuestos, el precio deberá subir hasta que la demanda de automóviles se ubique nuevamente en 100 unidades.

El ejemplo anterior tiene dos aspectos que son importantes de destacar: En primer lugar, tanto en el caso que el gobierno intervenga (política monetaria contractiva), como que no intervenga (y el precio de los vehículos suba para equilibrar el mercado), la solución en cuanto a la cantidad de automóviles transados en el mercado es la misma (100 unidades). La diferencia es que en el último caso el ajuste del mercado genera inflación. Dado que la inflación se considera un fenómeno negativo para una economía, esto explica por qué los países a veces practican políticas monetarias contractivas.

En segundo lugar, para que la implementación de una política monetaria contractiva produzca los efectos deseados, es clave que la economía (en este caso la fábrica de automóviles) realmente no sea capaz de satisfacer el incremento de demanda. Es decir, que la economía se encuentre produciendo en su capacidad máxima instalada. Volviendo a nuestro ejemplo, si la capacidad de producción máxima de las fábricas (de acuerdo a los trabajadores ya contratados, a la capacidad de la fábrica, etc.) fuera de 120 automóviles cuando la demanda aumenta de 100 a 120, no hay necesidad de que el Estado realice ninguna política monetaria contractiva. Por tanto, la necesidad de aplicar políticas monetarias contractivas para evitar que las presiones de la demanda agregada generen inflación, es mayor cuando la economía se encuentra cerca de un estado de *pleno empleo* de sus recursos.

RECUADRO 6.12

El Pleno Empleo

Se llama *pleno empleo* a aquel estado en el cual la economía de un país se encuentra produciendo al máximo de su capacidad, dada una determinada dotación de recursos (capital físico, capital humano, nivel de productividad) existente. Cuando la economía se encuentra en pleno empleo, se sitúa en la frontera de posibilidades de producción (concepto desarrollado en el capítulo 1) y por tanto no es posible expandir su producción en el corto plazo.

Por último, es importante mencionar que, así como la capacidad de aplicar política fiscal en Uruguay es muy restringida, la capacidad de aplicar política monetaria también se encuentra limitada por diversos factores. Uno de los factores limitantes más importantes es el alto grado de dolarización de la economía uruguaya. Como vimos en los capítulos 2 y 4, en Uruguay muchas personas prefieren tener depósitos, pedir préstamos y realizar sus transacciones en dólares, en lugar de hacerlo en la moneda nacional. Esto lleva a que la moneda nacional tenga un papel menos importante en la economía en comparación con economías menos dolarizadas, y por tanto, que sea menos importante para los agentes lo que pasa con la cantidad de dinero y la tasa de interés en moneda nacional. En última instancia, esto lleva a que la política monetaria pierda capacidad de influir en la conducta de los agentes, en particular sobre la demanda agregada de la economía.

⁴ Con el correr del tiempo, el empresario podría contratar más empleados, ampliar su fábrica, comprar más máquinas para ensamblar automóviles y tomar todas las medidas necesarias para aumentar su producción, pero en el corto plazo ello no es posible.

6.6.4. La política monetaria en el largo plazo

Dado que un Banco Central puede emitir tantos billetes y monedas como quiera y expandir la cantidad de dinero circulando en la economía a su voluntad, surge la interrogante siguiente: ¿es posible realizar una política monetaria expansiva de forma permanente para generar crecimiento económico en el largo plazo? No, no es posible; si bien el Banco Central puede aumentar la cantidad de dinero en circulación de forma indefinida, la gran mayoría de los economistas concuerdan en que en el largo plazo ello no tiene ningún efecto sobre el nivel de actividad. Esta incapacidad de la política monetaria de afectar en el largo plazo a las variables reales de la economía (es decir a aquellas variables expresadas en unidades físicas como el crecimiento del producto y el empleo) se denomina *neutralidad de la política monetaria*.

Sin embargo, es importante destacar que si bien en el largo plazo la política monetaria no tiene efectos sobre las variables reales, sí tiene efectos sobre las variables nominales (es decir, aquellas variables expresadas en unidades monetarias), como ser el nivel de precios (ver recuadro 6.13).

RECUADRO 6.13

La Teoría Cuantitativa del Dinero

De acuerdo con la *teoría cuantitativa del dinero*, la cantidad disponible de dinero en una economía determina su nivel de precios. Asimismo, la tasa de crecimiento de la cantidad de dinero determina la tasa de crecimiento de los precios, es decir, la inflación. La intuición detrás de este argumento es que los agentes, al recibir una cantidad de dinero superior a la que demandan, se desprenden de la misma, por ejemplo, gastando más en bienes y servicios. Este exceso de gasto presiona al alza en los precios de los bienes y servicios, eventualmente generando inflación.

¿La teoría cuantitativa se cumple en la realidad? La evidencia muestra que si bien en el corto plazo la relación entre dinero e inflación puede ser débil, en el largo plazo, la tasa de inflación y la tasa de crecimiento del dinero se encuentran muy relacionadas.

Por tanto, si la política monetaria solo es capaz de tener efectos en variables reales como el empleo y el crecimiento económico en el corto plazo, lo ideal es que sea utilizada para contribuir a suavizar las fluctuaciones económicas. En el largo plazo, la cantidad de dinero es relativamente incapaz de influir en dichas variables, pero su evolución se encuentra muy relacionada con la tasa de inflación.

6.7. Política cambiaria

Hasta ahora hemos visto dos herramientas de política económica que puede usar un gobierno para contribuir a la estabilización de la economía: la política fiscal y la política monetaria. Sin embargo, hemos estado asumiendo (implícitamente) que la economía del país es cerrada, no tiene relación con el resto del mundo. Es evidente que esto no es así en la mayoría de los países del mundo, y en particular no lo es para el caso de Uruguay.

Cuando consideramos al país como una economía abierta, surge otra variable clave: el tipo de cambio. Como se vio en el capítulo 3, el *tipo de cambio*, en palabras muy sencillas, es la cotización de una moneda en términos de otra moneda. Generalmente se expresa a través del número de unidades de moneda nacional que se debe pagar para adquirir una unidad de moneda extranjera (usualmente, pesos por dólar).

Dado que el tipo de cambio es un precio muy importante, muchas veces los gobiernos deciden "manejar" el tipo de cambio, dando lugar a una nueva herramienta de política, la *política cambiaria*. En algunas oportunidades el Banco Central, o la autoridad económica relevante, decide actuar sobre el tipo de cambio para afectar a la inflación y el producto de

una economía. En este sentido, muchas veces la política cambiaria es utilizada con objetivos de estabilización.

La política cambiaria la ejerce la autoridad monetaria (generalmente el Banco Central) mediante la intervención en el mercado de divisas (o mercado de cambios). En términos más concretos, ello suele implicar que la autoridad compra (o vende) moneda nacional a cambio de moneda extranjera en el mercado de cambios, con el fin de influir sobre el tipo de cambio.

6.7.1. Regímenes cambiarios

Las formas de organizar el mercado de cambios se denominan *regímenes cambiarios*. La manera en que las autoridades reglamentan el mercado de cambios y el grado de intervención del Banco Central en la determinación del precio de la divisa y en las cantidades transadas en el mercado, pueden ser muy diversas. En forma muy simplificada se puede decir que existen dos regímenes de tipo de cambio, opuestos entre sí, según éste sea fijo o flexible.

Un *régimen de tipo de cambio fijo* es aquél en el cual la autoridad monetaria se compromete a comprar y vender cualquier cantidad de moneda extranjera a un determinado precio. Cuando un país adopta un régimen de tipo de cambio fijo, donde se fija el precio de la moneda extranjera en términos de moneda local, pierde el control sobre la oferta monetaria pues debe emitir el dinero necesario para comprar toda la moneda extranjera que se le ofrezca al precio fijo establecido. En otras palabras, si por ejemplo, todos los agentes desean vender sus dólares a cambio de pesos uruguayos, el gobierno debe emitir más billetes para poder entregarle los pesos necesarios a cambio de los dólares que está comprando.

Por tanto, es muy importante notar que, *en un régimen de tipo de cambio fijo, la autoridad monetaria pierde la capacidad de hacer política monetaria tal cual fue definida en la sección anterior*. Dicho de otro modo, al fijar el precio de la moneda local en relación a la moneda extranjera, la autoridad monetaria no puede controlar la cantidad de pesos que circulan en la economía. En estos casos la cantidad de dinero queda determinada enteramente en función de las preferencias de los agentes.

Por el contrario, en un *régimen de tipo de cambio flexible*, el precio de la moneda extranjera se determina en el mercado, a través de la oferta y la demanda de dicha moneda. La autoridad monetaria no asume ningún compromiso sobre el precio de esta variable. Por tanto, dado que no intenta influir en el tipo de cambio, es capaz de controlar la cantidad de dinero que hay en la economía. En otras palabras, en un régimen de tipo de cambio flexible la autoridad monetaria no está "obligada" a comprar o vender pesos a cambio de dólares, y puede decidir qué cantidad de dinero circula en la economía. La autoridad monetaria es capaz (o al menos tiene la posibilidad) de realizar política monetaria tal cual se describió en la sección 6.6. A cambio de esta ventaja, sin embargo, debe permitir que el tipo de cambio varíe en función de las preferencias del mercado.

Los dos regímenes cambiarios hasta aquí explicados son casos extremos. Existe en realidad una gama más amplia de regímenes cambiarios, en los cuales varían el grado de compromiso que tiene la autoridad monetaria con el tipo de cambio y la frecuencia con que la autoridad interviene (comprando o vendiendo) en el mercado. Nuevamente, la capacidad de la autoridad monetaria de controlar la cantidad de dinero (es decir de hacer política monetaria) en cada uno de estos regímenes cambia según se esté más cerca de un régimen de tipo de cambio fijo o flexible. Estas gamas y sus principales características se detallan en el recuadro 6.14.

Como vimos en el capítulo 4, el tipo de cambio es una variable económica clave. Así, la determinación del régimen cambiario es relevante y debe estar vinculada a los objetivos y prioridades de política, como por ejemplo, la estabilidad macroeconómica. La elección del

régimen de tipo de cambio estará condicionada principalmente a mantener bajo control la tasa de inflación.

RECUADRO 6.14

Principales características de los regímenes cambiarios

Régimen	Principales Características
1. Flotación	El valor de la moneda extranjera se determina libremente en el mercado. La autoridad monetaria no asume ningún compromiso sobre el valor de tipo de cambio. <i>Prácticamente ningún país tiene un régimen de flotación pura. EE.UU., Alemania, Suiza y Japón presentan sistemas cercanos a éste.</i>
2. Flotación sucia	Aunque el valor de la moneda se determina en el mercado, hay intervenciones continuas o esporádicas por parte de la autoridad monetaria en el mercado de cambios. Las formas y los objetivos de la intervención varían. <i>Muchos países han adoptado este régimen. Por ejemplo, México adopta un sistema similar después de la crisis de 1994-95. Uruguay también es un ejemplo de este régimen a partir de mediados del año 2002.</i>
3. Flotación dentro de una banda	Se permite que el tipo de cambio flote libremente dentro de una banda. El centro de la banda permanece fijo (o se desliza a un determinado ritmo), ya sea en términos de una moneda o de una canasta de monedas. <i>Uruguay mantuvo un régimen de este tipo a partir de fines de 1990.</i>
4. Fijo puro	El tipo de cambio es fijo y el Banco Central se compromete a vender y comprar moneda extranjera a ese precio.
5. Tipo de cambio deslizando (crawling peg)	El tipo de cambio es fijo, pero ajustado periódicamente de acuerdo a distintos indicadores (usualmente sobre la base de la inflación pasada). Normalmente se le permite fluctuar dentro de un intervalo muy pequeño. <i>Una versión de este sistema es la conocida "tablita" (aplicada en nuestro país desde 1978 hasta 1982), donde el tipo de cambio se incrementaba en menor proporción que la inflación.</i>
6. Caja de conversión	Es un régimen muy estricto donde se establecen restricciones institucionales (legales o aun constitucionales) a la política monetaria, de tal forma de no dar margen a la alteración de la paridad. La autoridad monetaria solo puede incrementar la cantidad de dinero cuando existen entradas de moneda extranjera. <i>La caja de conversión que usó Argentina hasta 2001 es una forma intermedia entre el tipo de cambio fijo y la dolarización.</i>
7. Dolarización	Nombre dado a una forma extrema de fijación del tipo de cambio, donde el país reniega completamente de la autonomía monetaria, adoptando la moneda de otro país, generalmente el dólar americano. <i>Existen pocos episodios históricos de dolarización. Un régimen similar funcionó relativamente bien en Panamá. Ecuador es otro caso más reciente.</i>

Fuente: extraído de S. Edwards y M. Savastano (1999) *Exchange Rates in Emerging Economies: What Do We Know? What Do We Need to Know?*, NBER Working Paper 7228.

6.7.2. El tipo de cambio, el nivel de actividad y los precios

¿Cómo afectan las variaciones del tipo de cambio a los precios y el nivel de actividad económica? El tipo de cambio es una variable clave para una economía abierta e integrada al sistema financiero internacional. Sus modificaciones, ya sean por manejo de la política económica o por respuestas al entorno, tienen influencia en gran cantidad de variables, tales como

el poder de compra de la moneda local, la asignación de la demanda de bienes importados y domésticos, los costos de producción y la competitividad del país, entre otras.

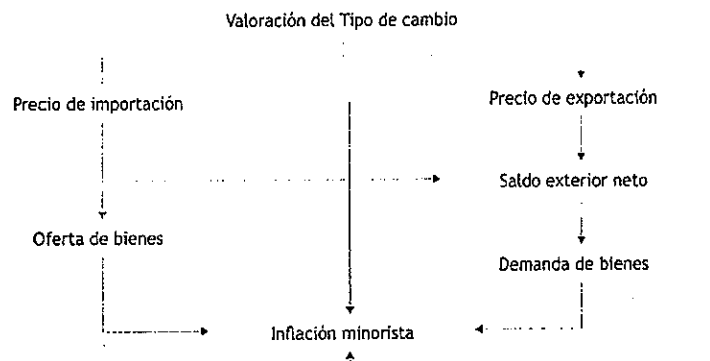
En primer lugar, es importante notar que las variaciones del tipo de cambio tienen efectos determinantes sobre los precios de la economía. Si por ejemplo el tipo de cambio aumenta, aumentará el precio en moneda nacional de los bienes importados. Supongamos que una empresa importadora uruguaya compra televisores en Japón, a US\$100 la unidad, para su venta en el mercado uruguayo. Si el tipo de cambio peso/dólar fuera de 10 pesos por dólar, cada televisor japonés en Uruguay tendría un precio de venta (suponiendo para facilitar que el importador no realiza una ganancia) de \$1.000. Si el tipo de cambio aumenta de 10 a 15 pesos por dólar, los mismos televisores que cuestan US\$100 en origen costarán ahora en Uruguay \$1.500.

Si bien en muchas ocasiones la relación entre aumento del tipo de cambio y precio de los bienes no es exactamente proporcional, lo importante es notar que en el caso de los bienes importados para el consumo final (como los televisores del ejemplo) el efecto de la variaciones del tipo de cambio en la inflación son directos. A su vez, en buena medida el aumento de la tasa de inflación que se genere a partir de la suba del tipo de cambio dependerá del peso de los bienes importados en la canasta de consumo (en relación al peso de los bienes nacionales) y de las posibilidades de sustitución que tienen las familias de bienes importados por bienes nacionales.

Cuando se trata de bienes importados de uso intermedio (y no de uso final como en el caso de los televisores), también se perciben los efectos de las variaciones del tipo de cambio sobre la inflación, pero estos efectos suelen darse de una manera algo más indirecta. Supongamos ahora la existencia de una empresa nacional que produce neumáticos para tractores, y que como insumo de producción utiliza caucho que importa desde el exterior, y que nuevamente el tipo de cambio sube como en el ejemplo anterior. Si paga US\$ 400 la tonelada de caucho, antes de la suba del tipo de cambio ello equivalía a \$ 4.000, pero luego de la suba equivale a \$ 6.000, lo que implica un aumento del costo de producción para la empresa.

Este aumento de costos lleva a que muchas veces la empresa deba aumentar el precio de venta de su producto final (en este caso los neumáticos), generando, por tanto, inflación en la economía. Así, cuanto mayor sea la utilización de insumos importados en el proceso productivo, y menor sea la capacidad de sustituir estos insumos por otros nacionales, mayor será el impacto de las variaciones del tipo de cambio en la inflación minorista, es decir, en los precios de los bienes y servicios de consumo final.

DIAGRAMA 6.5
Efectos del tipo de cambio sobre la actividad



Además de los efectos directos en la inflación (vía los bienes de consumo importados y efectos indirectos vía los insumos importados), las variaciones en el tipo de cambio también tienen efectos sobre la demanda agregada de la economía, en tanto alteran los precios relativos entre los bienes producidos internamente y los producidos en el exterior. A su vez, estos impactos sobre la demanda conducirán a presiones inflacionarias o deflacionarias, según sea el caso.

Como vimos en el capítulo 4, un aumento en el tipo de cambio nominal tiene por efecto la reducción del precio de los productos nacionales expresados en moneda extranjera y el encarecimiento de los productos importados expresados en moneda nacional, provocando así una mejora en la competitividad. Veamos nuevamente un ejemplo para recordar cómo es que ello sucede. Pensemos el caso de un frigorífico uruguayo que exporta carne al resto del mundo, a un precio de US\$ 1.000 la tonelada. Si el tipo de cambio en Uruguay se encuentra en \$ 10 por dólar, el frigorífico recibe el equivalente a \$ 10.000 por tonelada de carne. Supongamos ahora que el tipo de cambio aumenta a \$ 20 por dólar. Ahora el frigorífico puede exportar a US\$ 500 la tonelada de carne, y de todos modos percibir el equivalente a \$ 10.000 por tonelada. Dado que el producto del frigorífico ahora es mucho más barato en dólares, el resto del mundo podrá comprar mucho más al frigorífico uruguayo.

¡Sin embargo, para poder producir más carne, el frigorífico probablemente tenga que emplear más recursos, es decir, comprar más ganado a los productores, contratar más trabajadores, comprar más maquinaria, expandir su planta, etc. Dado que cualquiera de estos recursos tienen una oferta limitada, lo anterior tarde o temprano presiona al aumento del precio del ganado, de los salarios, del precio de las máquinas, y del precio de la construcción. En definitiva, cuando el tipo de cambio sube, el país pasa a ser "más barato" en dólares, lo que genera aumento de la demanda externa por productos nacionales. Cuando estos aumentos son demasiado grandes con relación a la oferta doméstica, generalmente terminan generando inflación.

Por lo anterior, se deduce que el tipo de cambio es un precio muy importante -en particular en economías pequeñas como la de Uruguay- que juega un papel importante en las economías de los países, en su estabilidad, y en particular en la tasa de inflación. Es por ello que diversos países han decidido muchas veces controlar la evolución del tipo de cambio, como

forma de favorecer la estabilidad de la economía y en particular como forma de mantener la inflación bajo control. En la siguiente sección analizaremos algunas de estas experiencias.

6.8. Los "remedios" para la "enfermedad" llamada inflación en Uruguay y América Latina

Uruguay, al igual que muchos países de América Latina, ha atravesado procesos de altas tasas de inflación de forma recurrente. Esta "enfermedad inflacionaria" ha sido una de las principales causas de inestabilidad económica en las últimas décadas, y ha llevado a la adopción de una serie muy variada de políticas para tratar de eliminar esta "enfermedad". Dichas políticas suelen ser conocidas como *planes de estabilización*.

Se denomina *plan de estabilización* al conjunto de medidas de política económica destinado a reducir la inflación (generalmente a niveles menores a un dígito). En América Latina, y particularmente en Uruguay, la implementación de este tipo de planes se remonta a fines de la década del cincuenta, momento en el cual la inflación alcanzó tasas muy elevadas.

Existen diversos tipos de planes de estabilización, que básicamente responden a diferentes interpretaciones acerca de cuál es el origen de la inflación y, por ende, utilizan diferentes instrumentos para abatirla. Según el tipo de medidas o instrumentos que se utilicen, estos planes se pueden clasificar en dos grandes grupos: *planes ortodoxos* y *planes heterodoxos*.

Los planes ortodoxos consideran que el origen de la inflación es un fenómeno monetario, vinculado a un aumento excesivo de la cantidad de dinero, tal y como se mencionó en la sección 6.6.4. De acuerdo a esta concepción, el exceso en la cantidad de dinero circulando en la economía lleva a los agentes a aumentar su gasto en bienes y servicios, lo que eventualmente termina generando presiones al alza de los precios. Dado este diagnóstico del origen de la inflación, los impulsores de los planes ortodoxos sostienen que basta con aplicar una política monetaria restrictiva (aumentando las tasas de interés o disminuyendo la cantidad de dinero) para eliminar el exceso de dinero en circulación en la economía, y así detener las presiones al alza de los precios.

Algunas veces, los efectos inmediatos que surgen de la aplicación de estos planes son recesivos, provocando caídas del producto y aumento del desempleo. Sin embargo, paradójicamente, cuando estas medidas restrictivas se toman en ambientes de inflación muy alta o de hiperinflación (definida como el aumento de precios a una tasa *mensual* superior al 50%), es posible que presenten el efecto contrario al planteado anteriormente, porque al reducir la incertidumbre y mejorar las expectativas de los agentes, pueden generar nuevos aumentos en el consumo de los agentes. Debe notarse que estos nuevos aumentos del consumo muchas veces no son deseables cuando se aplica un plan de estabilización, ya que los mismos llevan a que continúen existiendo presiones inflacionarias.

Los planes heterodoxos, en cambio, interpretan que el origen de la inflación se encuentra en el sector real, es decir: en el aumento de los costos de producción o en la "rigidez" de la estructura productiva. Estos planes buscan amortiguar los efectos recesivos de los planes ortodoxos compensando los efectos negativos inmediatos sobre la población, a través de otras medidas, como por ejemplo, la fijación de pautas de ajuste de precios descendentes para los precios básicos, o incluso, mediante la congelación de los mismos. Los precios que muchas veces suelen ser "controlados" por el gobierno son el tipo de cambio, los salarios, las tarifas públicas, etc.

En el corto plazo, estos controles de precios que realiza el gobierno cuando aplica un plan heterodoxo tienden a asegurar la credibilidad en el plan, permitiendo cierto margen de tiempo para lograr los objetivos de inflación planteados. Sin embargo, en el largo plazo en una economía de mercado, ningún gobierno puede imponer y mantener controles sobre tantos

precios (tipo de cambio, salarios, tarifas, etc.), por lo que este "exceso" de control debe ser abandonado una vez que la inflación comienza a situarse en los niveles deseados.

6.8.1. Los planes de estabilización en Uruguay y América Latina

Históricamente, los planes de estabilización en Uruguay se han sustentado en la aplicación de políticas cambiarias que implicaban la intervención activa del gobierno en el tipo de cambio, como las descritas en la sección 6.7. En otras palabras, durante la mayor parte de la historia reciente uruguaya, la política de estabilización se basó en algún tipo de compromiso del gobierno con el tipo de cambio. Como se dijo anteriormente, la aplicación de políticas cambiarias de este tipo (muy cercanas a un régimen de tipo de cambio fijo) implica que el gobierno eligió "renunciar" a controlar la cantidad de dinero en la economía (es decir, renunció a la capacidad de hacer política monetaria), en pos de controlar el tipo de cambio. El cuadro 6.1 muestra los distintos regímenes cambiarios aplicados en Uruguay desde 1932. En gris claro, figuran aquellos regímenes que tenían cierto control sobre la cotización del dólar en Uruguay, y por tanto, una renuncia total o parcial a la capacidad de realizar política monetaria.

CUADRO 6.1
Regímenes cambiarios en Uruguay

1974-78	1978-82	1983-85	1985-90	1991-2002	2003-2006
Minidevaluaciones Aperiódicas	Minidevaluaciones Preanunciadas (Tablita)	Flotación Sucia	Minidevaluaciones Aperiódicas	Bandas de Flotación	Flotación Sucia

Fuente: Elaboración propia.

Veamos con más detalle cuáles fueron los planes de estabilización aplicados en las últimas tres décadas en Uruguay y en algunos países de América Latina para abatir la inflación.

En la década de los sesenta en Uruguay, al igual que en el resto de América Latina, se aplicaron programas heterodoxos para estabilizar la inflación. Tal es el caso de los planes de Argentina (1967), Brasil (1964) y Uruguay (1968). Como elementos comunes en estos planes encontramos la utilización de un tipo de cambio fijo y políticas de ingresos (como por ejemplo "congelamiento de los salarios") en diversos grados. Inicialmente los resultados de los planes en estos países fueron favorables en cuanto al descenso de la inflación, con crecimiento del producto y aumento del consumo.

No obstante y por diversas razones, la prolongación excesiva de dichos planes determinó que todos estos países debieron abandonar sus compromisos cambiarios. En todos los casos, la cotización del dólar aumentó en forma abrupta, lo que derivó en un nuevo repunte de la inflación. En el caso de Argentina y Uruguay, la inflación reapareció luego de dos años de aplicación de estos planes, principalmente como consecuencia del abandono de la disciplina fiscal.

Dado el fracaso de los planes de estabilización anteriores y de la existencia de un nuevo rebrote de la inflación, a fines de la década de 1970 se ensayaron nuevos planes de estabilización en el Cono Sur, esta vez *ortodoxos*. Se consideraron ortodoxos en la medida en que no incluyeron controles de precios y salarios. Ejemplos de estos planes fueron los aplicados en Argentina entre diciembre de 1978 y marzo de 1981, en Chile entre junio de 1976 y junio de 1982 y en Uruguay en el período que va de octubre de 1978 a noviembre de 1982.

La política de tipo de cambio en Uruguay consistía en anunciar un plan de devaluación de la moneda nacional respecto al dólar, conocido como "tablita", con una pauta devaluato-

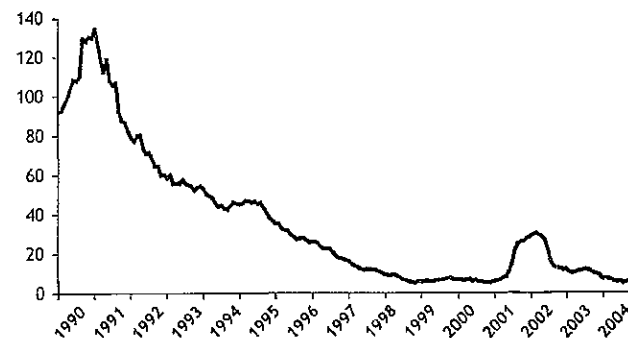
ria descendente y anunciada con antelación. Los resultados de estos planes en los países del Cono Sur fueron una lenta caída del ritmo inflacionario, un fuerte incremento de la actividad económica, una apreciación de la moneda nacional y un deterioro importante de la balanza comercial.

Hacia mediados de 1981, en Uruguay se instaló una recesión económica que alentó el deterioro de la confianza en la permanencia del régimen cambiario. En otras palabras, las personas comenzaron a "dudar" de que la autoridad monetaria fuera capaz de mantener su compromiso sobre el tipo de cambio, dadas las nuevas condiciones adversas. Luego de varios meses de indefinición y de postergaciones sucesivas de los cambios en la política, el Banco Central efectivamente abandonó el régimen cambiario de la "tablita" en noviembre de 1982. A raíz de ello, en 1983 se registró un incremento del tipo de cambio de 148%, y reapareció el fenómeno inflacionario (tasas de inflación de 49%). En estos años se produjo una fuerte caída de la actividad económica, con un descenso del PIB de 15% entre 1980 y 1984.

En marzo de 1991 se inició la aplicación de un nuevo plan de estabilización en Uruguay. Esta vez, el Banco Central de Uruguay comenzó a operar con una banda cambiaria, decidiendo por tanto, nuevamente, controlar la evolución del tipo de cambio para controlar la inflación de la economía. En este régimen cambiario se permitía al tipo de cambio variar libremente dentro de la banda, pero si éste tocaba el techo o el piso de la misma la autoridad monetaria intervenía para mantenerlo dentro de ella. Nuevamente, el plan de estabilización tenía por objetivo reducir la inflación, que por entonces se encontraba en niveles muy altos (cerca del 130% anual). Como se aprecia en el siguiente gráfico, el plan de estabilización fue exitoso en cuanto a que redujo notablemente la tasa de inflación.

GRÁFICO 6.13

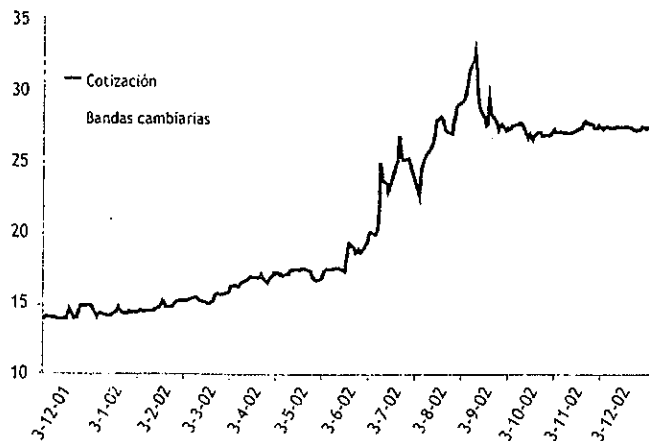
Tasa de inflación en Uruguay
Porcentaje de variación interanual - Enero de cada año



Fuente: INE.

Sin embargo, en 1998 la economía ingresó en una nueva fase recesiva. A partir de entonces, y hasta el estallido de la crisis en Argentina en diciembre de 2001, Uruguay debió absorber una serie de *shocks* externos adversos. En 2002, a los problemas recesivos y los *shocks* desfavorables se sumaron los efectos de la crisis económica argentina, que afectaron fuertemente el sistema financiero. En estas circunstancias, el Banco Central no pudo continuar manteniendo el compromiso asumido sobre el tipo de cambio, y en junio de 2002 se abandonó el régimen cambiario de bandas deslizantes que se había mantenido por más de diez años.

GRÁFICO 6.14
Banda cambiaria y cotización interbancaria
Año 2002 - \$/US\$



Fuente: BCU.

En suma, durante las últimas décadas, la política macroeconómica en Uruguay se ha basado en planes de estabilización sustentados en alguna variante del régimen de tipo de cambio fijo, y se orientó casi exclusivamente a lograr la estabilidad de precios. Las políticas de estabilización fueron utilizadas casi exclusivamente para el combate de la inflación, lo que limitó su utilización para el objetivo, también importante, de suavización de los ciclos de actividad.

6.8.2. La nueva política monetaria

La experiencia de Uruguay, y también la internacional de los últimos años, muestra que las dificultades prácticas de los regímenes de tipo de cambio fijo se han agudizado ante la profundización de la integración financiera internacional. Los movimientos de capitales se hacen más volátiles, con lo que los regímenes de tipo de cambio fijo requieren grandes niveles de reservas internacionales para poder mantenerlos en todas las circunstancias. Sea por razones prácticas o teóricas, la tendencia que se observa a nivel internacional es de adopción de tipos de cambio flexibles.

A mediados del año 2002, Uruguay abandonó el plan de estabilización basado en bandas cambiarias que había guiado la política monetaria del país por más de una década. A partir de entonces, la economía uruguaya se introdujo en una novel situación de flotación del tipo de cambio y de redefinición de la política monetaria⁵. El abandono del régimen de banda cambiaria implicó la recuperación de la capacidad del Banco Central para controlar la cantidad de dinero en la economía y, por tanto, de hacer política monetaria. Hacia fines de 2002, con tipo de cambio flexible, el Banco Central introdujo un nuevo esquema para conducir la política monetaria, considerando el objetivo de estabilidad de precios en un marco de tipo de cambio flexible.

5 Ver Aboal, D., F. Lorenzo, y N. Noya, (2003); "La inflación como objetivo en Uruguay: Consideraciones sobre los mecanismos de transmisión de la política monetaria y cambiaria"; *Revista de Economía*, Segunda Época Vol. X N° 1, Banco Central del Uruguay, Mayo 2003.

La nueva política monetaria se basa en el manejo de la cantidad de dinero con el objetivo de controlar la inflación. Luego de atravesar por un período de transición, la política monetaria parece haberse orientado hacia un régimen de más largo plazo basado en metas de inflación (véase recuadro 6.15), que se encuentra aún en proceso de implementación.

RECUADRO 6.15

Régimen de Objetivos de Inflación

Un régimen de objetivos de inflación (OI) se caracteriza por el compromiso que asume la autoridad monetaria con la sociedad, de mantener la inflación en un determinado valor (generalmente dentro de un rango), para un determinado horizonte temporal. Así, en Uruguay el objetivo del BCU (julio de 2006) es mantener la inflación anual entre 4,5% y 6,5%.

Mientras en otros esquemas (como por ejemplo en los regímenes de tipo de cambio fijo) la autoridad monetaria se compromete con una variable que afecta la inflación (el tipo de cambio) para influir sobre ésta, en un régimen de OI el compromiso se hace directamente sobre la inflación. La autoridad monetaria se "reserva el derecho" de actuar sobre el tipo de cambio o la cantidad de dinero, de la forma que crea más conveniente en función del objetivo de inflación fijado.

En forma esquemática, un régimen de OI tiene las siguientes características:

- Explicación numérica de la meta de inflación.
- Credibilidad y transparencia de las acciones del Banco Central para alcanzar las metas.
- El objetivo de inflación debe ser el objetivo principal de la política monetaria, aunque no sea el único. Ante un posible conflicto con otros objetivos de política, como pueden ser el empleo o el tipo de cambio, la autoridad monetaria no debería apartarse del objetivo de inflación.
- Existencia de canales fluidos de comunicación entre la autoridad monetaria, tanto con el público como con el gobierno. La comunicación comprende la divulgación de análisis detallados de la situación inflacionaria, de juicios acerca de cómo las decisiones sobre cambios en los instrumentos de política afectarán la inflación futura, de pronósticos sobre la inflación futura, y en determinados casos, de las razones de los posibles desvíos respecto al objetivo.
- Alto grado de rendición de cuentas (*accountability*). La tarea institucional y prioritaria del Banco Central es obtener la meta de inflación y explicar los posibles desvíos respecto a lo programado. Un desvío puede incluso llegar a poner en juego la continuidad de las autoridades del Banco Central en sus cargos. No obstante, este régimen permite establecer "cláusulas de salida" para que en circunstancias bien definidas sea posible modificar el objetivo de inflación.

Si bien el régimen de OI posee ventajas, tiene también algunas limitaciones o desventajas. Se ha planteado que impone reglas rígidas sobre la autoridad monetaria, que no permiten suficiente discrecionalidad para enfrentar situaciones imprevistas. Ligado a ello, se plantea que aumenta la inestabilidad del PIB al centrar la política monetaria en bajar la inflación. La evidencia empírica señala que ante *shocks* de oferta con fuertes efectos negativos sobre el PIB, son habituales los desvíos del objetivo inflacionario.

Por otra parte, la tasa de inflación puede ser difícil de controlar por el Banco Central ya que los efectos de la política se revelan con cierto rezago, por lo que se le debe dar mucho valor a la transparencia y crear credibilidad. En los países latinoamericanos, con historiales de alta inflación, los errores de predicción pueden ser mayores, por lo que se hace difícil ganar credibilidad.

Debe mencionarse que la flexibilidad del tipo de cambio que requiere este régimen puede llegar a causar inestabilidad financiera, sobre todo en países que se caracterizan por un alto grado de dolarización, así como alto grado de apertura de sus economías y gran dependencia del financiamiento externo. Para que sea viable este tipo de régimen es muy importante que las instituciones financieras estén estrictamente reguladas y supervisadas para poder afrontar *shocks* de tipo de cambio.

6.9. Resumen

Todas las economías muestran fluctuaciones en la actividad económica. Estas responden a la sucesión de períodos de auge económico, seguidos de algunos años de recesión. Sin embargo, las economías se diferencian en la duración y amplitud de estos ciclos económicos. Uruguay presenta ciclos de actividad más cortos y profundos que muchas otras economías, sobre todo cuando se la compara con las economías desarrolladas, lo cual la hace más volátil y, por lo tanto, más inestable. Esto significa que en general Uruguay atraviesa períodos de crisis con más frecuencia y mayor profundidad que los países desarrollados. De esta forma, y dada la relación inversa entre inestabilidad económica y crecimiento a largo plazo, se ha constatado que la tasa de crecimiento a largo plazo en Uruguay es sustantivamente menor que la de los países desarrollados. En consecuencia, la inestabilidad de la economía uruguaya ha incidido sobre la tasa de crecimiento de largo plazo.

Las fluctuaciones de una economía no solo se reflejan en las variaciones en el nivel de actividad (medidas a través de variaciones en el PIB) sino que generalmente se manifiestan en otras variables macroeconómicas, como la inversión, la inflación, y el desempleo. En Uruguay estas variables presentan gran volatilidad, sobre todo al compararlas con las de países de mayor desarrollo relativo.

Las principales fuentes de inestabilidad son tanto de origen externo como interno. Dentro de los factores de origen externo se encuentran: los lazos comerciales y financieros con países extranjeros, principalmente con los de la región; cambios abruptos en los términos de intercambio, así como en la tasa de interés internacional y en los flujos de capitales financieros. Es necesario resaltar que el ciclo económico uruguayo está fuertemente ligado a los de Argentina y Brasil, con lo cual los auges y depresiones de dichos países afectan directamente el nivel de actividad nacional. Inclusive, existe evidencia de que los ciclos económicos de Argentina "adelantan" a los correspondientes de Uruguay. Entre los factores internos se encuentran el funcionamiento y la calidad de las instituciones, así como la calidad de las políticas públicas que aplica el gobierno. Estos factores ya han sido señalados como determinantes del crecimiento de largo plazo, pero también afectan la estabilidad de la economía en el corto plazo, ya que de forma directa o indirecta, implícita o explícitamente, establecen las reglas de juego en las que debe encuadrarse la actividad económica y social. De esta forma, incentivan ciertas conductas mientras que desincentivan otras.

Dado que la economía uruguaya es volátil e inestable, surge la pregunta de qué puede hacer el gobierno para remediarlo dado su incidencia en la tasa de crecimiento económico en el largo plazo. Es válido, por tanto, plantearse las siguientes interrogantes: ¿cómo incide la política económica sobre la senda de crecimiento de un país?; ¿de qué instrumentos dispone el gobierno para realizar política económica?; ¿han sido adecuadamente utilizados estos instrumentos para el logro de los objetivos?

En este sentido, la política macroeconómica en el corto plazo se orienta a promover la estabilidad de la actividad económica y de los precios, de forma de reducir la incertidumbre de los agentes con respecto al futuro y poner al país en una senda de crecimiento de largo plazo más alta, y así poder perseguir otros objetivos socialmente relevantes. Lo que se busca en definitiva, es atenuar las fluctuaciones de las variables económicas, o dicho de otra manera, estabilizar la economía. De esta forma, la política macroeconómica de corto plazo puede ser entendida como política de estabilización.

Para acercarse a este objetivo, los gobiernos disponen de la política fiscal, la política monetaria y la cambiaria. Cada una de estas políticas posee diferentes instrumentos para lograr los objetivos, y presenta restricciones diversas, ligadas al tipo de economía de que se trate y a la situación coyuntural que atraviesa el país.

La política fiscal como instrumento estabilizador de la economía tiene grandes restricciones en Uruguay, entre las que se encuentran las restricciones fiscales del sector público. También presenta limitaciones la aplicación de política monetaria debido al elevado grado de dolarización de la economía.

En Uruguay durante las últimas décadas, la política que se ha empleado ha sido básicamente la política monetario-cambiaria (planes de estabilización anclando los precios al tipo de cambio), que estuvo orientada casi exclusivamente a lograr la estabilidad de precios. En este sentido, se ha dejado de lado el objetivo estabilizador de la actividad económica. Más aun, son estas políticas las que pueden explicar en cierta medida las mayores fluctuaciones que se observaron en las variables económicas nacionales.

6.10. Conceptos clave

Fluctuaciones
Ciclo
Volatilidad
Inestabilidad
Estabilización
Recesión
Auge
Expansión
Fondo o Depresión
Inflación
Hiperinflación
Desempleo
Política fiscal
Multiplicador del gasto
Políticas expansivas
Políticas contractivas
Oferta monetaria
Política monetaria
Creación de dinero
Tasa de encaje
Planes de estabilización

6.11. Preguntas de repaso

- 1) ¿Qué es el ciclo macroeconómico?
- 2) ¿Qué se entiende por volatilidad y cómo se relaciona con la inestabilidad?
- 3) ¿La evolución de la economía uruguaya presenta características de estabilidad o de inestabilidad?
- 4) ¿Cómo influye la inestabilidad económica en el crecimiento de largo plazo?
- 5) ¿Cuáles son las principales fuentes de inestabilidad de una economía?
- 5) Enumere los principales objetivos de la política económica.

- 6) ¿Qué políticas se pueden utilizar para estabilizar la economía y cuáles son los instrumentos de cada una de ellas?
- 7) ¿Qué políticas se aplicaron en Uruguay recientemente con el objetivo de estabilización de la inflación?

6.12. Bibliografía básica

- MANKIW, N. G. (1997); *Macroeconomía*; Barcelona; Antoni Bosch, editor (3ª edición).
- MANKIW, N. G. (2004); *Principios de Economía*; Madrid; McGraw-Hill (3ª edición).
- DRAZEN, A. (2000); *Political economy in macroeconomics*; Princeton, Princeton University Press.

Apéndice: Sobre las causas de la inflación

¿Por qué suben los precios? Para saber por qué suben los precios, en primera instancia debemos saber cómo éstos se determinan. Según el enfoque que utilicemos para explicar la determinación de los precios serán distintos los factores subyacentes a la inflación que deberán ser considerados. No obstante, en general, la explicación de los episodios concretos de inflación requiere de la utilización de más de un enfoque.

La inflación de costos. Si le preguntamos a un panadero que no tiene mucha competencia en el barrio, cómo fija los precios de los productos que vende, éste seguramente nos dirá que lo que hace es sumar todos los costos que tiene y a este total le agrega un porcentaje de ganancia.

$\text{Precio de un bien} = (1+b) \cdot (\text{costos unitarios})$, siendo b el margen de beneficio

Los costos unitarios dependen del tipo de bien o servicio en cuestión, pero en general son salarios, insumos importados y nacionales. Si todos los precios en la economía se fijaran de esta forma, existirían cinco factores que potencialmente llevarían a una modificación de los precios: un cambio en el margen de beneficios de las empresas (b), un cambio en los salarios, un cambio en el tipo de cambio (porque aumenta el precio de los insumos importados), una modificación en el precio internacional de los bienes y un cambio en la productividad.

Sin embargo, si repasamos la definición de inflación, veremos que no basta con un aumento aislado de un precio para que exista inflación, sino que deben procesarse aumentos generalizados y continuos de precios durante cierto período de tiempo. Entonces, debemos preguntarnos qué mecanismos permiten que un aumento de precios, en principio por única vez, se transforme en un proceso inflacionario.

La inflación inercial y la indexación salarial. Supongamos que ha habido un incremento de precios consecuencia del aumento de precios del petróleo. A partir de éste, se suceden una serie de subas en otros precios de la economía. Como ya hemos mencionado, este aumento en el precio de los bienes perjudica a los asalariados, los que pierden capacidad de compra. Es muy probable, por lo tanto, que estos asalariados comiencen a reclamar por un aumento de salarios. Los empresarios querrán mantener sus niveles de ganancias y cubrirán esos aumentos de salarios mediante aumentos de los precios de sus productos. O sea que esos aumentos de salarios generarán nuevos aumentos de precios y éstos, nuevos aumentos de salarios y así sucesivamente. Por lo tanto hemos encontrado un mecanismo a través del cual un aumento de precios por única vez puede transformarse en un proceso inflacionario de larga duración.

Esta inflación, llamada *inercial*, surge del deseo de los agentes económicos de proteger la capacidad de compra de sus ingresos. Es interesante observar que aun cuando la causa del

primer aumento de precios haya desaparecido, la inflación se mantiene en el tiempo por la inercia comentada.

La indexación salarial es, precisamente, un mecanismo a través del cual los asalariados tratan de proteger sus ingresos de la inflación. Consiste, básicamente, en atar el aumento de los salarios a la inflación. La presencia de indexación salarial hace que *shocks* de precios por única vez se transformen en inflación inercial. La indexación salarial fue un fenómeno muy extendido en Uruguay a comienzos de la década del noventa, cuando la inflación era muy elevada.

La pugna distributiva. El concepto de pugna distributiva como mecanismo de propagación, y aun de generación de la inflación, se vincula con la disputa que se establece entre los distintos agentes para aumentar su nivel de ingresos.

Por ejemplo, si los asalariados quieren aumentar su nivel de ingreso relativo lucharán para que sus salarios crezcan por encima de la inflación y con esto su poder de compra. Luego, los empresarios aumentarán aun más sus precios para reducir el nivel de salario real que pagan a sus empleados y así sucesivamente. Esto genera una espiral ascendente de precios y salarios, desatando un proceso inflacionario.

Algunas explicaciones del proceso inflacionario del Uruguay hacia fines de la década del 50 y durante la década del 60 utilizaban el argumento de la pugna distributiva.

La inflación de demanda y la teoría monetarista. La teoría de la inflación de demanda, que está muy asociada a una concepción monetarista (con origen en el dinero) de la inflación, centra su atención en aquellos factores que pueden hacer que la demanda agregada de la economía crezca y que, ante una oferta que no pueda responder en igual medida a esta demanda, presione sobre el nivel general de precios.

Esta teoría parte del supuesto de que los precios están determinados en gran medida, si no totalmente, por la demanda. Esto se debe a que se supone que la economía está cercana al pleno empleo y que, por lo tanto, no es posible satisfacer la mayor demanda con un aumento de la producción. En definitiva, bajo estas condiciones, la mayor demanda solo se reflejará en un aumento del nivel de precios.

El crecimiento de la demanda puede provenir de múltiples factores como por ejemplo, de *shocks* sobre el consumo y la inversión, de un incremento del gasto del gobierno, de un aumento en la cantidad de dinero o de las exportaciones. La concepción monetarista de la inflación presta especial atención a la demanda que proviene del gasto del gobierno financiado con emisión de dinero.

La idea es bastante simple ya que el gobierno tiene, básicamente, tres formas de financiar su déficit: el endeudamiento, la venta de algunos activos que posee (edificios, dólares, etc.) o la emisión de dinero. Las dos primeras formas están necesariamente acotadas ya que no es posible endeudarse indefinidamente y los activos que posee el gobierno también son limitados. Por lo tanto, lo que resta es el financiamiento a través de la emisión. El problema es que el gasto financiado con emisión de dinero presiona al alza el nivel de precios (ya que representa un aumento de la demanda de bienes y servicios), frente una oferta que no se puede incrementar rápidamente por estar la economía en pleno empleo. De ahí que, según este enfoque, la causa de la inflación se encuentra en el gasto público financiado con emisión de dinero.