

El Cuadro 1 servirá para conectar esta nota con la anterior, que concluía clasificando las cuatro décadas largas que llevamos de inflación en siete etapas, marcadas con números romanos en el Cuadro, y que titulábamos: (I) la inflación moderada; (II) la economía enferma; (III) primer intento de estabilización; (IV) la recaída desastrosa; (V) segundo intento de estabilización; (VI) la nueva recaída; y (VII) el pasado inmediato.

Dinero, soberanía y bienestar (VIII)

El papel del dinero

nero a los precios, y no al contrario. Pero sería ocioso que nos apresuráramos. Miremos primero los hechos con calma, y procuremos una perspectiva teórica algo más elevada, antes de extraer conclusiones.

Un complemento obvio de la comparación entre

mente nulas, las velocidades de circulación de M-2 era 3. En 1980, cuando la gente esperaba por lo menos una inflación como la que se produjo, de entre el 40 y el 50 %, la velocidad había subido al 5.3. En 1939 el stock de dinero que el público mantenía en promedio alcanzaba para realizar transacciones equivalentes a 17 semanas y un tercio del PBI; en 1950 apenas a 10 semanas del PBI. ¿Por qué? La inflación vuelve costoso tener dinero. Con la excepción de los depósitos a plazo, que ganan interés, las tenencias de caja del público sufren una erosión continua por causa del alza de precios, igual a la tasa de ésta, equivalente a un impuesto. Es natural entonces que las tenencias de caja se redujeran. Siempre que se grava de manera diferencial el consumo de un bien, o la tenencia de un activo, la demanda por ese bien o ese activo disminuye. La caída de la cantidad real de dinero durante la inflación es un caso especial de ese principio.

Pero detengámonos un momento a inquirir qué entendemos por oferta de dinero, y qué por demanda. Pues es muy sencillo. En un momento dado, demanda por dinero es la cantidad de dinero que la gente quiere tener. Oferta de dinero es la cantidad de dinero que hay. Ambas cantidades pueden ser o no iguales. Si son iguales, decimos que el mercado monetario está en equilibrio. Si no lo son, que está en desequilibrio. Y entonces algo pasa.

Supongamos que, en la

que el peso va a experimentar una devaluación. La variación de la demanda arrastró la de la oferta.

Esto ocurrió así porque en el BCU hay una ventanilla donde se pueden cambiar pesos por dólares, y viceversa. O sea que rigiere un sistema de tipo de cambio fijo, en el sentido de que cada día su precio está determinado por la autoridad. Las circunstancias cambian si ocurre una de estas dos cosas: (a) Si el BCU cierra la ventanilla del dólar, lo que más formalmente describimos diciendo que se deja flotar al peso, o que se opta por un régimen de tipo de cambio fluctuante; y (b) si se implanta el control de cambios, lo que significa que el acceso a la ventanilla del dólar queda restringido a quienes tengan una licencia de la autoridad competente.

Aparentemente, en estas hipótesis (a) y (b) —tipo de cambio fluctuante y control de cambios— la autoridad monetaria adquiere un control sobre la oferta de dinero que pierde en cambio si opta por un régimen de tipo de cambio fijo.

Pero sólo aparentemente. En realidad el gobierno no tiene nunca (excepto muy a corto plazo) facultad para controlar la cantidad real de dinero. Desde el punto de vista de la génesis de esta serie de artículos, y de la palabra soberanía que luce en su título general, este aspecto es importante.

Moneda y soberanía

¿Qué quiere decir que un estado asume su soberanía monetaria?

En su mayor generalidad, esta cuestión deberá quedar para más adelante. Hoy nos plantearemos sólo la pregunta de si esa soberanía del estado puede implicar que el gobierno respectivo debe poder controlar la oferta de moneda.

La cuestión es pertinente en vista de la identificación que parece hacerse del monopolio de la emisión de billetes por parte de un banco de estado con la soberanía monetaria.

La República de Panamá define su unidad monetaria —el balboa— como igual a un dólar. Pero no emite billetes de banco denominados en balboas, y de hecho los billetes que circulan son dólares norteamericanos. Para muchos —para todos los que se rasgaron las túnicas cuando desde BUSQUEDA propusimos que se desmonetizaran los billetes del BCU— Panamá no está ejerciendo su soberanía monetaria. Implícitamente, ello significa que el estado que sí tiene un instituto emisor la ejerce. Y si queremos encontrar algún sentido en esta proposición, si ella significa algo más que la afirmación de que la soberanía monetaria de un país se encarna en el dudoso privilegio de retratar a sus héroes en un papel-moneda

por lo general sujeto a un proceso de continuo envilecimiento, tiene que implicar la creencia de que, teniendo un instituto emisor oficial, las autoridades del país pueden controlar la oferta de dinero. Pues bien, ése no es nunca el caso.

Hay dos posibilidades: o bien el país tiene un sistema de tipo de cambio fijo —una ventanilla del dólar con acceso irrestricto— o no lo tiene.

Si la tiene, como ocurre en el Uruguay ahora, la gente puede ir con los pesos a la ventanilla del dólar, y cambiarlos; por tanto, la autoridad monetaria no tiene ningún control sobre la oferta de dinero.

Si no la tiene, la autoridad ejerce control sobre la cantidad nominal de dinero, pero eso, ¿a quién le importa?

Fijémonos en M-2 en el Uruguay a fines de 1939 y a fines de 1973, dos puntos separados por un tercio de siglo durante el cual el acceso a la ventanilla del dólar estuvo casi constantemente sujeto a un control oficial estricto. A fines de 1939 M-2 sumaba 320 millones de pesos corrientes. A fines de 1973, sumaba aproximadamente 474 mil millones de pesos

también corrientes. Esta multiplicación por cerca de 1500 es explicable en su mayoría en función de actos de la autoridad pública. Pero reduzcamos ambos agregados monetarios a una unidad común. En pesos de 1955, M-2 en 1939 sumaba \$20 millones, y en 1973, 866 millones, ¡6 % menos al cabo de 34 años de persistente emisionismo!

Se dirá: ¿pero acaso pudo querer el gobierno aumentar la oferta de dinero 1500 veces? No, pero pudo querer aumentar la liquidez, estimular la economía del lado de la demanda, o algo por el estilo. No lo logró. En términos reales, el stock de dinero bajó, como vimos, 6 %. En términos del PBI se redujo a menos de la mitad. La autoridad bombeó incesantemente billetes sobre la economía, pero ésta se libró de ellos, en términos reales, a una tasa mucho más rápida aún, al procurar cambiar los saldos de caja por bienes, y hacer subir el precio de éstos.

¿En qué consistió, mientras tanto la soberanía monetaria? ¿En suministrar al país en una tremenda inestabilidad monetaria? ¿En liquidar su capacidad de crecimiento real? Quienes se escandalizaron con nuestra propuesta deberían aclarar estos puntos.

R. D.

CUADRO 1

Cuadro sinóptico de la inflación uruguaya: 1940-80

Tasas anuales medias de crecimiento (%) de:				
Periodo	Nº de años	Precio al consumidor	PBI	Oferta monetaria real (m-2)
1940-80	41	32	2.6	1.1
I 1940-54	15	6.8	3.8	3.8
II 1955-59	5	20	-0.6	-4.5
III 1960-61	2	23	3.3	1.0
(1960)		(36)		(-7.8)
(1961)		(10)		(11)
IV 1962-67	6	57	0	-10
V 1968-70	3	32	4.3	9.4
(1968)		(66)		(-0.3)
(1969)		(15)		(31)
(1970)		(21)		(0.1)
VI 1971-73	3	67	0.7	1.7
VII 1974-80	7	62	4.2	5.5

Fuentes: BCU, Series estadísticas monetarias y bancarias (1971) e Indicadores..., varios números. SEPLACODI, Índice de los precios de consumo. Serie cronológica.

Hoy queremos concentrarnos en el papel que la moneda desempeñó en este fenómeno.

Una primera aproximación al tema nos la darán dos vistazos al crecimiento del dinero en términos nominales, antes y después de la inflación.

Como término de referencia para el período inflacionario seleccionamos el lapso que va desde el fin de la 1ª guerra mundial hasta el año del reavalúo: 1919-1935. En estos 17 años el nivel de precios tuvo un crecimiento medio de 0 %. La oferta de dinero medida en términos de M-2 (efectivo en poder del público más saldos en cuenta corriente más depósitos a plazo y de ahorro) creció 3.3 % al año. Ya que el aumento del nivel de precios fue nulo, se trata de un crecimiento real de esa misma magnitud.

Miremos ahora el período 1940-80. Los precios crecieron casi 30 % al año, y M-2 creció a razón de algo más de 31 % al año.

¿Qué relación existe entre los dos fenómenos, entre el crecimiento de la cantidad de dinero y el nivel de los precios? Siendo muy cauteloso para responder, diremos que la primera impresión que nos dejan los hechos es de una conexión muy estrecha. Con un crecimiento pequeño de la cantidad de dinero, los precios se mantuvieron estables. Con un crecimiento mucho mayor de la moneda, los precios aumentaron casi en la misma proporción que ésta.

Claro que por ahora no sabemos cuál de los dos es causa, y cuál efecto. Si recordamos que en 1935 y 1939 se produjeron reformas institucionales que afectaron el régimen monetario, probablemente nos sintamos inclinados a presumir que la causalidad básica fluyó desde el di-

el crecimiento del dinero y del nivel de precios se consigue observando la evolución del producto nacional en términos reales. El volumen de las transacciones a realizar con dinero puede presumirse proporcional al producto nominal, y éste a su vez es igual al producto real por el nivel de los precios. Los datos pertinentes se presentan en el cuadro 2. Puede observarse en:

CUADRO 2

Velocidad de circulación del dinero (1939-1980)

	(1)	(2)	(3)
	M-2 promedio	PBI nominal	Velocidad de circulación de M-2
	(a)	(a)	(b)
1939	316.1	956.8	3.0
1980	17:122.000	90:357.000	5.3

(a) En miles de millones de pesos viejos corrientes.
(b) Resulta de dividir columna (2) por columna (1).

Fuente: BCU, Series estadísticas monetarias y bancarias; Indicadores...

el que a fines del período el dinero estaba haciendo un trabajo considerablemente mayor que al comienzo. Al haber crecido el producto nominal (producto real por nivel de precios) más que el dinero nominal, la velocidad de circulación de éste se incrementó de 3 a 5.3, algo más de 1 % por año.

Oferta y demanda de dinero

¿Qué sentido tiene esta diferencia de velocidades de circulación?

La teoría monetaria explica el cambio atribuyéndolo a las decisiones del público. A la larga y en términos reales (v. gr. en términos del producto nacional), la gente tiene la cantidad de dinero que quiere tener. En 1939, cuando las expectativas de inflación eran probable-

actualidad, el agente económico XX está considerando si renovar o no un depósito a plazo que tiene, en pesos uruguayos. Si lo renueva puede obtener alrededor de 50 % anual de rédito nominal, y descontando la devaluación preanunciada, un 28 % anual en dólares. Por un depósito en dólares le ofrecen menos de la mitad. Supongamos que se inclina por pasarse a dólares. Va al banco, retira los pesos, compra dólares y los deposita. El banco va al BCU con los pesos que él le ha entregado y recompone su posición comprando dólares. La cantidad de dinero en circulación se ha reducido. La oferta de dinero se ha achicado. ¿Por qué? Porque primero se redujo la demanda. La demanda de pesos de XX se redujo, presumiblemente porque espera, o prevé,



Su exigente buen gusto

Cada detalle de su diseño, cada pieza de su precioso mecanismo, han sido creados buscando la perfección. Marcando un estilo. Por eso elegirlo, vivirlo, es compartir una rigurosa exigencia de buen gusto.



ROLEX
Genève

BRELA *fajas*

REPRESENTANTE EXCLUSIVO EN EL URUGUAY.

18 DE JULIO 932 • AROCENA 1596 • CLUB DE GOLF
EDIFICIO "DA VINCI" - PUNTA DEL ESTE