

Esto no es aquello

La situación en que ha quedado el mercado financiero uruguayo después de la entrada del BROU en el mercado de cambios a término, y del recurso a la persuasión moral —como eufemísticamente suele decirse— por parte de las autoridades nacionales para bajar las tasas del interés, dista de ser satisfactoria.

Por de pronto, la primera parte de la campaña, asignada al BROU, no ha resultado operativa, y la baja de las tasas se ha debido enteramente a la presión gubernamental. Esto nos parece indeseable. Comprendemos que se trataba de una emergencia, y ciertamente no es por purismo que levantamos objeciones. Pero comprendáse que si fuera tan fácil mover las tasas ningún país las soportaría a un nivel elevado. Sobre la fijación por autoridad nosotros mismos tenemos una larga experiencia y sabemos que en definitiva no sirve. Es un procedimiento que conlleva un precio muy oneroso en términos de pérdida de eficiencia y de rigideces peligrosas en diferentes sentidos, en particular en el del equilibrio externo.

Es urgente inquirir, por lo tanto, por qué razón la entrada del BROU en el mercado a término ha carecido de toda eficacia. Con tal fin detengámonos un instante a repasar los principios en juego, en base a los cuales nosotros mismos propusimos meses atrás la medida que se adoptó a fin de año.

El primer aspecto es que, igual que el comercio internacional unifica los precios de los bienes, el mercado mundial de capital unifica los precios de los activos financieros o, lo que viene a ser igual, las tasas de interés para distintas operaciones. Ello determina la existencia de una tasa llamada "de arbitraje", que en el caso especial del Uruguay en la actualidad se calcularía de la siguiente manera.

Digamos que un banco puede obtener fondos a noventa días en el mercado del eurodólar al 15 o/o anual. Si los convierte a pesos y los presta, su costo se integra además con la tasa de devaluación esperada para ese plazo, cuyo nivel anunciado es de 16 o/o anual. Quiere decir que cada peso originado por la venta de dólares requeriría N\$ 1,16 para recomprar la misma cantidad de dólares al cabo de un año (N\$ 1,038 al cabo de 90 días, pero llevaremos

todo a tasas anuales). Sin embargo, como habrá que pagar el interés de 15 o/o anual, el costo de cada peso obtenido será $1,15 \times 1,16$ o sea N\$ 1,334, lo que indica un costo del 33,4 o/o sobre los fondos captados externamente.

Supongamos por el momento que no hay otro rubro de costo. Lo que nos dice la teoría es que, si el costo de los fondos internos fuera superior a 33,4 o/o, los bancos recurrirían al mercado externo, aumentarían de tal manera la oferta de crédito, y las tasas bajarían hasta que los fondos pudieran captarse internamente también a la misma tasa. La operación de captar fondos en otra plaza si está más barata que la propia (o de colocar en el exterior en la hipótesis inversa) se llama arbitraje, de ahí que 33,4 o/o fuera la tasa de arbitraje en nuestro ejemplo.

Supongamos ahora que los bancos captan fondos internamente al 42 o/o, y que —contra lo esperado— no recurren al mercado externo de capital. Por sí solo este hecho nos está indicando que hay otro rubro del costo para las instituciones que operan en nuestro mercado, y que nuestro planteamiento ha omitido. Ese rubro no puede ser otro que una prima implícita de riesgo que dichas instituciones soportan, al temer que la devaluación puede ser mayor que la anunciada.

Si alguien les ofreciera a esas instituciones cobertura contra el riesgo que perciben, lo tomarían siempre que la prima del seguro —que sustituiría a la prima de riesgo en el costo— sumada a los otros rubros arroja un total inferior a la tasa de captación de fondos domésticos.

Si, en cambio, vemos que hay un operador que ofrece la cobertura pero las otras empresas no la toman en volúmenes significativos, debemos concluir que la prima del seguro que aquél pretende cobrar excede, sumada a los dos primeros rubros, del costo de los fondos locales.

Esto último es precisamente lo que está ocurriendo con las primas fijadas por el BROU para los seguros de cambio que ofrece. A esos precios la plaza no está interesada en el servicio, porque se pueden captar fondos internamente por menos que el costo de los fondos

externos cubiertos por el seguro del BROU.

El volumen exiguo de negocios determina que el operativo no está siendo rentable para el BROU. Al mismo tiempo se determina que las tasas de interés resulten de una fijación directa por la autoridad, en lugar de serlo por un mecanismo normal de mercado, con las inconvenientes consecuencias que hemos visto.

Ahora bien, para ese hecho puede haber una sola explicación: que el BROU percibe él mismo un riesgo por lo menos igual a la cifra que exige por las coberturas. Es decir, que no cree en la "tablita".

Si el BROU creyera plenamente en la "tablita", las operaciones a término tendrían para él un costo marginal nulo. Es decir, ampliar el volumen de contratos no aumentaría su costo, y le convendría bajar su prima para conseguir mayor volumen hasta que el porcentaje de descenso fuera igual al porcentaje de aumento del volumen de negocios. Esto probablemente implicará una prima que apenas hiciera aumentar uno o dos puntos el costo externo más la tasa anunciada de devaluación, y la tasa de arbitraje podría situarse en un entorno de 34-35 o/o lo que permitiría tasas activas del orden del 40 o/o.

Obsérvese que no pretendemos que el BROU desvirtúe su naturaleza comercial con generosidades. Sugerimos, al contrario, que maximice sus ganancias. Eso sí, partiendo de la base que la devaluación programada por el BCU, con el apoyo expreso y sin reservas de la Presidencia de la República, va a cumplirse. El supuesto contrario, adoptado por el BROU, no sabemos como éste trata de justificarlo, ni comprendemos cómo se lo tolera.

Entretanto, la actitud del BROU no sólo está impidiendo un descenso ulterior de tasas que sería perfectamente factible, y notablemente beneficioso, sino que está poniendo en peligro la totalidad de la política monetaria, con consecuencias eventuales incalculables. Como nosotros fuimos los autores de la iniciativa de que el BROU saliera al mercado a ofrecer cambio extranjero a término, nos interesa destacar que lo que está haciendo dicha institución no guarda con nuestra propuesta ninguna semejanza.