

Dinero, soberanía y bienestar (XXVIII)

# Autoridad monetaria y dinero real

El Dr. José Claudio Williman comenta esta serie de artículos, en una reciente contribución al semanario La Democracia (Dinero, soberanía y "Búsqueda", año I, No. 16), formulando al respecto una serie de observaciones. Ante todo, y sin perjuicio de volver sobre el tema, lo que nos proponemos hacer en la próxima nota, nos apresuramos a destacar la satisfacción con que comprobamos, o creemos comprobar, la existencia de acuerdo con nuestro distinguido contradictor en torno a un problema fundamental. La cuestión de si un país ha de tener o no una política monetaria independiente, o aun una moneda propia, no concierne a su soberanía, sino a su bienestar. Si una moneda propia consulta el interés nacional, se la conserva o, según el caso, se la adopta. Si no, se la descarta. La una o la otra serán decisiones soberanas, con tal de que hayan sido adoptadas con independencia. No hay mayor plenitud de soberanía si se tiene la moneda propia que si se carece de ella, si la política monetaria es activa, o si es pasiva. La cuestión pertinente se dirime a través de un balance de costo y beneficios. Esto creemos nosotros, y esto entendemos que cree el Dr. Williman. Nuestra discrepancia gira en torno a qué es lo que conviene a la comunidad, qué es, en materia de instituciones monetarias, lo que mejor puede promover el bienestar de su población. Una cuestión cuyo análisis, por arduo que pueda resultar, será siempre juego de niños comparado a otro que implicase el trato con el concepto de soberanía, y su fuerte carga emotiva.

■ ¿Control sobre el dinero real?

Hoy queremos ocuparnos de algunas cuestiones que el Dr. Williman plantea sin ubicarlas en el centro de su argumentación. Una, sin embargo, pese a ser tratada por él de manera incidental, es de primera importancia. Nos referimos a la posibilidad que pueda tener la autoridad de controlar la cantidad de dinero en términos reales. Nosotros habíamos sostenido que el gobierno carece de esa potestad, sea cual fuere el régimen monetario. El Dr. Williman afirma que, sea que el gobierno haya ejercido o no bajo determinadas circunstancias ese control, "es falso que no lo pueda hacer nunca", sosteniendo que el que ello sea así o no "depende de la política de estabilidad que el Estado ejerza..."

¿Qué quiere decir el autor? Si tomamos a la letra sus afirmaciones, habría que atribuirle la siguiente proposición: si el gobierno de un país equis adopta una meta en materia de dinero real —digamos, duplicar la base monetaria real en tres años— hay una política, un conjunto de medidas, una forma de comportamiento gubernamental, que conduce a tal resultado, de modo semejante a como habría una política capaz de reducir a la mitad la tasa de paro obrero, o de inflación, en igual lapso. Es una proposición de enorme trascendencia que, de ser cierta, suministraría un argumento formidable en contra de nuestra propuesta y a favor de una política monetaria autónoma y, por supuesto, una moneda propia. Un argumento, dicho sea de paso, mucho más po-

deroso que los que el Dr. Williman formula, derechamente como tales, en la sección IV de su artículo.

Antes de proseguir estas disquisiciones teóricas, sin embargo, detengámonos a observar la ilustración cuantitativa que el Dr. Williman nos ofrece. Ella se refiere al período 1914 - 1930, en el cual habría habido en el Uruguay una expansión monetaria muy importante, la cual, al no haber sido acompañada por una suba significativa de precios, habría determinado un aumento muy importante de la cantidad real de dinero. Este resultado es imputado a la política de la autoridad monetaria. El BROU habría querido aumentar la cantidad real de dinero, y habría logrado su propósito.

La afirmación del Dr. Williman posee implicaciones muy poderosas, que de ser válidas, resultarían realmente demoledoras para la teoría monetaria actual. Esta se apoya decisivamente en la premisa de que los agentes económicos determinan ellos mismos la cantidad real de dinero que desean conservar. Al respecto hay dos posiciones extremas: la de Friedman y sus seguidores, hoy tal vez predominantemente en este sector del campo académico, que afirman la existencia de una demanda por dinero estable, predecible. En el otro extremo está la posición de unos pocos keynesianos, v. gr. Nicholas Kaldor, que creen que la demanda por dinero se comporta de manera errática, cuyo apogeo se sitúa a fines de la década de los '50, cuando influye decisivamente en el Informe Radcliffe. ¿Qué ocurre —digamos, en una economía cerrada— si la autoridad monetaria expande bruscamente la oferta de dinero? El punto de vista friedmaniano implica la posibilidad de prever con bastante precisión el aumento de precios que sobrevendrá. La posición kaldoriana implica negar esa posibilidad, salvo que se disponga de información adicional sobre el estado de ánimo de la población, sus expectativas, la credibilidad del gobierno y cosas por el estilo. Pero, en definitiva, tanto para Friedman como para Kaldor es el público quien decidirá con cuánto del dinero nuevo va a quedarse en términos reales y cuánto se cancelará por alza de precios, hasta terminar tal vez con saldos reales menores que antes.

La idea de que la autoridad monetaria puede, bajo ciertas circunstancias, siguiendo determinados procedimientos, de alguna manera, ser ella misma la que resuelva —soberanamente— la cantidad real de dinero que conservará el público es, como decíamos, nueva. Afortunadamente para la teoría monetaria también parece ser poco consistente. El artículo que comentamos no ofrece fundamentos doctrinarios para apuntalarla, y sólo propone un ejemplo empírico, que veremos no contribuye en ninguna medida a esa finalidad.

En primer término, hagámonos una idea acerca de si las magnitudes a que el Dr. Williman se refiere escapan en efecto, como su artículo sugiere, a lo normal.

En lugar de "emisión", que es la variable que maneja el Dr. Williman, nosotros empleamos otra semejante, sumándole las monedas emitidas (muy importantes en el período, sobre todo al comienzo) y deduciendo los billetes y monedas en poder del BROU (que no se hallaban por tanto en circulación) a la que llamaremos "base monetaria". La tendencia de largo plazo que exhibe la base monetaria real en el lapso 1914-30 es de 4,4 o/o al año. Es una elevada tasa de crecimiento monetario, pero no exactamente un acontecimiento sorprendente, ininteligible para la teoría monetaria generalmente aceptada. Si el crecimiento del producto real hubiese sido del 3 o/o, bastaría postular una elasticidad ingreso del orden de 1,5 para la demanda por dinero, inferior a muchas que se han estimado económicamente en otros países. Otra variable que los estudios empíricos han encontrado positivamente correlacionada con la demanda agregada por dinero, y que podría haber desempeñado un papel importante en este caso, es la proporción de población urbana. Pero los hechos parecen apuntar sobre todo al impacto fuertemente desestabilizador de la guerra mundial.

Consideremos la gráfica adjunta, de la que saltan a la vista dos conclusiones: una, que el crecimiento de la base monetaria en el lapso 1914-30 se concentra en los primeros seis o siete años (que abarcan el período bélico); y dos, que lo que estaba pasando en el Uruguay no era un acontecimiento aislado, fruto de una decisión propia. Volviendo a lo primero en el período 1914-20 la base real crece a un 10,9 o/o al año, y en el período 1920-30 a un 2,7 o/o. Esta segunda tasa no puede suscitar la más ligera sorpresa. Todo se reduce, pues a explicar algo que ocurrió durante una gran guerra, la fuerza de cuyo impacto económico es bien conocida. No creemos que el Dr. Williman ni nadie pretenda

extraer conclusiones generales de este período.

Pero hay más. La gráfica muestra que lo que estaba aconteciendo en el Uruguay con la base monetaria estaba aconteciendo igualmente en los Estados Unidos. Los EE.UU. se mantuvieron en el patrón oro (con algunas restricciones en 1917 y '18). El peso uruguayo entró en una flotación sucia en 1914. Las flotaciones sucias se parecen mucho a los regímenes de tipo de cambio fijo, como el patrón oro, tanto más cuanto mayor sea la intervención de la autoridad monetaria en el mercado de cambios (cuanto más sucia sea la flotación). Los sistemas de tipo de cambio fijo suponen la renuncia de sus miembros a una política monetaria independiente. Si trazamos las curvas de crecimiento de la oferta monetaria nominal (base u otro agregado) de dos países miembros de un sistema de cambio fijo, esperaríamos verlas comportarse de manera recíprocamente semejante, al hallarse ambas conectadas con una oferta monetaria "mundial", como de hecho se comportan las dos curvas de la gráfica. Este paralelismo de ambos movimientos sugiere que el crecimiento de la oferta monetaria uruguayo, en el período 1914-30, obedeció casi totalmente a causas externas, dejando traslucir que la intervención de la autoridad monetaria en el mercado de cambios, nominalmente bajo un régimen de flotación, debió ser intensa.

Esta impresión visual resulta confirmada por el análisis estadístico. Si tomamos la base monetaria norteamericana como variable representativa de las fuerzas internacionales que suponen operaron sobre el aparato monetario uruguayo, podemos construir un modelo que "explica" más del 99 o/o de las fluctuaciones de la base monetaria uruguayo. Los datos técnicos de ese modelo se consignan en un apéndice de este artículo. Para beneficio del lector no especializado diremos expresamente que este estudio

empírico desmiente de manera terminante la hipótesis de que el crecimiento de la base monetaria uruguayo en términos nominales haya respondido a la decisión deliberada de la autoridad competente (más bien que a su decisión de estabilizar el valor del peso comprando y vendiendo divisas contra base monetaria). Y si esto es cierto de la base nominal, que es la única que da autoridad para controlar, con mayor razón debe serlo de la real, que por otro lado siguió en este período a la nominal muy de cerca.

Si el Dr. Williman hubiera buscado su ejemplo en períodos con control de cambios habría podido mostrar-nos abundantes especímenes de ejercicio sumamente activo de la soberanía monetaria, con tremendos aumentos de la base monetaria nominal, acaecidos sin la menor influencia del exterior, en mérito a decisiones soberanas tomadas exclusivamente dentro del ámbito del complejo tesorería-banco emisor. Solo que, naturalmente, ellos no mostrarían una expansión del respectivo stock monetario en términos reales, sino precisamente lo contrario. La combinación que el Dr. Williman se lanzó a perseguir, de activismo monetario y monetización real, es una quimera, y el hecho de que su ejemplo conduzca a una conclusión diametralmente opuesta de la que él estaba llamado a ilustrar no debe imputarse al mero azar.

■ Cuestiones laterales

Sin salirnos del campo empírico, querríamos referirnos a un par de puntos que se sitúan en la periferia del discurso del Dr. Williman. En un pasaje anterior del mismo artículo el Dr. Williman compara la emisión de billetes del BROU en 1896 y en 1914, anotando que se habría multiplicado casi por 20 en ese intervalo de 18 años (un crecimiento de 18 o/o por año).

En apariencia, se trataría de la misma clase de presentación que la que acabamos

de comentar. En realidad, es totalmente distinta. En 1896 el BROU era uno de varios bancos emisores en el país. En 1914 se había convertido en monopolista. No disponemos de datos sobre la proporción de la emisión total que correspondía al BROU en 1896, el año de su inauguración. En 1899 sí sabemos que representaba un 56 o/o del total (Eduardo Acevedo, *Notas y apuntes...* t. 2, pp 341 y 343). Hay que suponer que esa fracción era mucho menor aún tres años antes, cuando el BROU recién abría sus puertas. Comparar la emisión del BROU en 1896 y 1914, suministra por lo tanto, una expresión del crecimiento del Banco, pero en ninguna medida sirve para saber nada sobre el crecimiento de la oferta monetaria en el país.

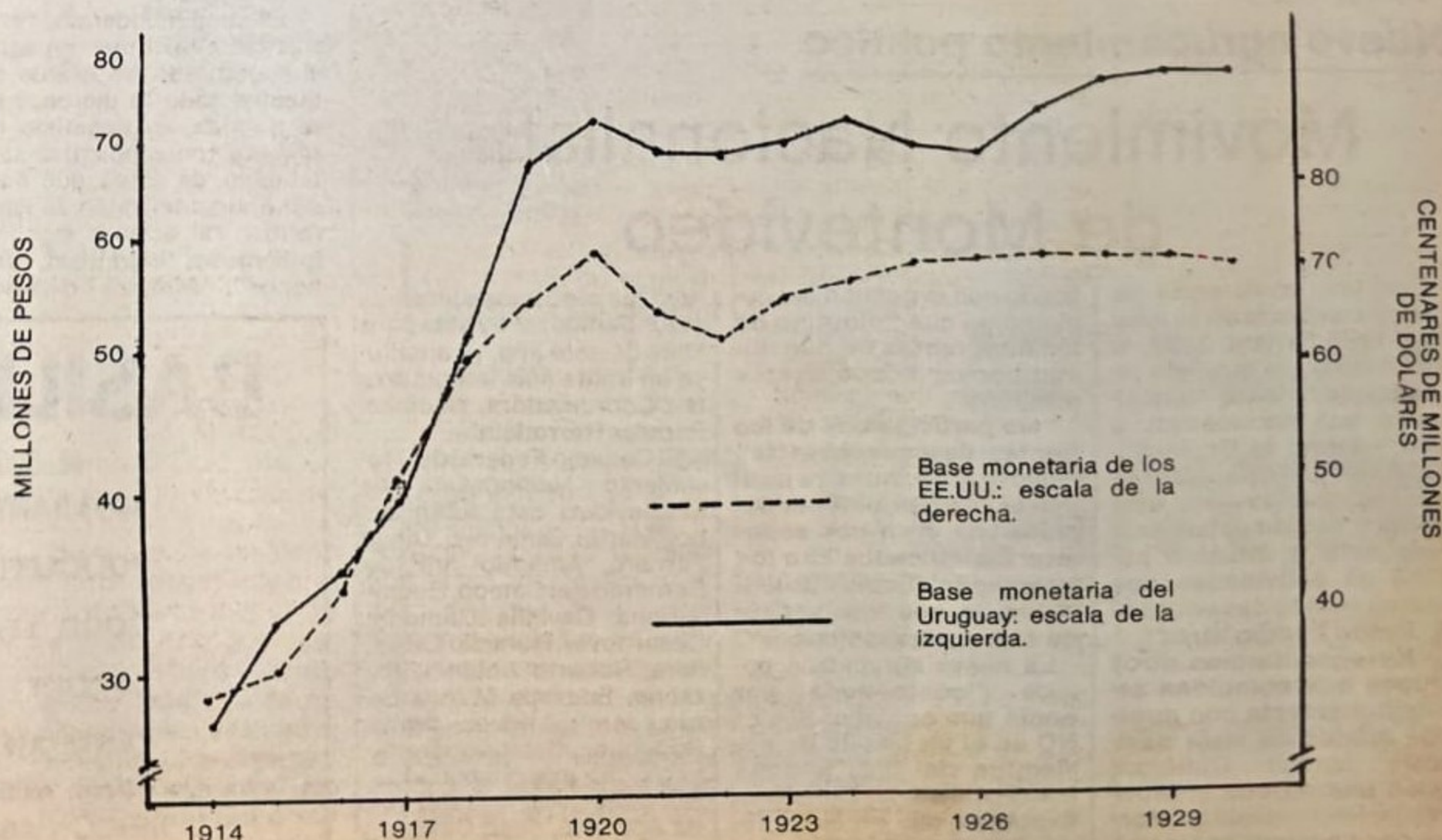
El Dr. Williman convendrá con nosotros en que este ejemplo numérico se presta a una indeseable confusión. Tampoco fue feliz, por análogas razones, la elección de una tercera ilustración empírica, a que ahora nos referiremos. El Dr. Williman afirma que en 1912 el BROU acusó un faltante de encaje respecto de su pasivo por emisión, y que esto le llevó a proponer se decretara la inconvertibilidad. En seguida expresa el autor que la inconvertibilidad recién fue autorizada en 1914. Solo los lectores más prevenidos sabrán que la inconvertibilidad decretada en 1914 no tuvo nada que ver con el episodio de 1912, contra lo que el artículo da a entender, sino que fue determinada por el estallido de la guerra mundial en julio de aquel año, y que al decretarla el Uruguay acompañó a casi todos los países del mundo que hicieron otro tanto en el intervalo de un par de meses.

El hecho que nos parece digno de destaque no es que el BROU haya atravesado zonas de turbulencia mientras el peso se mantuvo atado al oro, sino que haya sido capaz de sortearlas, hasta que se produjo el colapso del patrón metálico como sistema mundial, derivado del comienzo de la guerra.

■ Implicaciones teóricas

Pero volvamos al primer tema, cuya importancia ya (pasa a la pág. 10)

BASE MONETARIA EN EL URUGUAY Y EN LOS EE.UU. (1914 - 1930)



viene de pag. 3

tuvimos ocasión de destacar. En realidad la premisa en que nosotros nos basamos —la autoridad monetaria no tiene control sobre la cantidad real de dinero— no es controvertible. Se apoya en investigación empírica más abundante y más concluyente que ninguna otra proposición de la ciencia económica.

Si no fuera así, la conclusión que se desprendería es que el gobierno podría crear riqueza imprimiendo billetes. La cantidad real de dinero es parte del capital de un país. Aumentándola, el estado podría volver más ricos a sus ciudadanos, elevar el nivel del consumo personal, reducir la carga impositiva, y una serie de cosas por el estilo. En realidad, la cantidad real de dinero solo puede aumentar si los agentes económicos incrementan concordantemente su demanda por saldos de caja. Si esto ocurre, la cantidad de dinero real aumentará sea que el gobierno suministre o no voluntariamente, a través del crédito, una cantidad mayor de dinero nominal. En régimen de cambio fijo, el público se procurará de todos modos a través de la balanza de pagos, los saldos monetarios adicionales que desea tener. En régimen de cambio fluctuante, una demanda insatisfecha de caja determinaría una baja de los precios, junto con una depreciación de la moneda nacional, y por esa vía la cantidad real de dinero crecerá de todos modos.

El control del dinero real no suministra, pues, un argumento válido para justificar la moneda propia y la política monetaria independiente. Hay, por supuesto, otros, a ellos dedicaremos el próximo artículo.

R. D.

## APENDICE TECNICO

Se procedió a estimar por el método de mínimos cuadrados ordinarios la ecuación

$$y = a_0 + a_1 x + a_2 z + e$$

donde:  $y$  = logaritmo de la base monetaria uruguaya (ver texto

sobre definición de esta variable), promedios anuales; (disponiendo solo de datos para fin de cada año —BCU, Series estadísticas monetarias y bancarias— se tomó como promedio de cada año la media aritmética para diciembre del propio año y del anterior).

$x$  = logaritmo de la base monetaria de los EEUU, promedios anuales de datos mensuales contenidos en M. Friedman y Anna Schwartz, *A Monetary History of the United States*;

$z$  = variable artificial, con valor 1 para los años de guerra (1914-18) y cero para los demás.

$e$  = perturbación aleatoria.  
 $a_1, a_2, a_3$  = constantes a estimar.

Las estimaciones arrojaron el siguiente resultado, en el cual los números entre paréntesis son estadísticos "t":

$$a_0 = -0,0110 \quad R^2 = 0.9935$$

$$(-0.0417)$$

$$a_1 = 1,0134 \quad E.S. = 0.0295$$

$$(16,3507)$$

$$a_2 = -0,2271 \quad DW = 1.626$$

$$(-7,1642)$$

Período investigado: 1914-30.



## MINISTERIO DE AGRICULTURA Y PESCA

# DI.NA.CO.SE.

RESOLUCION N° 377/982.

Montevideo, 15 de abril de 1982.

**VISTO:** la necesidad de determinar la documentación que las empresas ganaderas inscriptas en esta Dirección Nacional deberán presentar al solicitar su baja en el Registro respectivo, por cese de actividades.

Atento a lo dispuesto en los literales B) y F) del art. 3° del Decreto 418/973 de 8 de junio de 1973.

La Dirección Nacional de Contralor de Semovientes, Frutos del País, Marcas y Señales y Aspectos Anexos.

### RESUELVE:

1° Todas las empresas ganaderas que por cese de actividades; soliciten su baja en el Registro llevado por esta Dirección, deberán entregar la siguiente documentación:

1° Formularios correspondientes a su última Declaración Jurada presentada, la que deberá corresponderse con el último ejercicio vencido.

2° Planilla de Contralor Interno cerrada, de donde surja que la empresa no posee haciendas o frutos a la fecha de solicitud de su baja.

3° Guías de Propiedad y Tránsito sin utilizar (en blanco).

4° Carné de Productor.

II. - Comuníquese y publíquese.

III. - Cumplido, archívese.

Cap. (R) Eliseo F. Ron Vio  
DIRECTOR NACIONAL