

Flotación sucia, encajes mayores, refinanciación de deuda

Desde el BCU se ha difundido información sobre tres aspectos relativos al sector financiero, que vamos a comentar en este artículo.

En primer lugar, el presidente Puppo anunció que el peso uruguayo seguirá flotando. Las minidevaluaciones aperiódicas (léase más bien "no preanunciadas") se diferirán para más adelante, ya que no se han dado aún las condiciones de estabilidad que se habían previsto para implantarlas. Podría haberse dudado de la prudencia de anunciar al público que la situación de la moneda uruguayana es aún inestable, pero la falta de reacción del mercado indica que no había problema: el Cr. Puppo no dio en tal sentido, al fin y al cabo, ninguna primicia.

El presidente del BCU dijo también que el régimen de flotación se ha visto ahora enriquecido por la presencia en el mercado del BROU. Probablemente ello signifique que el BROU está coordinando sus operaciones con el BCU, mientras que previamente había sido posible entrever desinteligencias entre los dos bancos oficiales. Sin embargo, ello no implica necesariamente que el BROU esté operando por cuenta y orden del BCU, lo que sería preferible, desde un punto de vista táctico, a la intervención directa del BCU. El Cr. Puppo expresó la decisión del BCU de intervenir en caso de oscilaciones bruscas y transitorias, al alza y a la baja, que interfieran con el funcionamiento normal del mercado. Si lo haría a través de su propia mesa de cambios o usando los servicios del BROU es algo que el presidente no aclaró.

La idea de que la autoridad monetaria intervenga en el mercado para limar las aristas más salientes de la curva de cotizaciones es más sencilla de expresar y comprender que de ejecutar. En rigor, se trata de vender en los picos y comprar en los valles, el sueño de todo especulador. Si el BCU tiene éxito en tal empresa, no sólo no perderá reservas —ya

que recomprará cuando estén baratos los dólares que habrá vendido caros— sino que, como es obvio, ganará dinero. Ahora bien, si por desgracia llegase a perder dinero en la actividad especulativa que anuncia, o si pierde reservas, resultará al mismo tiempo que no se ha logrado el objetivo enunciado. La cuenta de resultados comerciales de la intervención servirá al mismo tiempo de criterio de evaluación respecto de su eficacia estabilizadora.

El anuncio de la intervención ha sido recibido con beneplácito por la siempre interesante Página Económica de "El País", con consideraciones a las que nosotros nos adherimos plenamente, con la única salvedad de que la dificultad de la operación nos infunde un respeto muy particular. El Consejo de la Reserva Federal intervino durante un tiempo en el mercado de cambios, y terminó retirándose luego de haber perdido para los EEUU varios miles de millones de dólares. Ni que decir tiene, deseamos mucha mejor suerte al BCU.

Pero a la vez que nuestros buenos augurios, deseamos transmitir a las autoridades nuestra exhortación a que la intervención sea extremadamente circunspecta. No es necesario destacar que las cuotas de pérdidas y de angustias el país las tiene ya adecuadamente cubiertas.

Pasamos al tema de los encajes. Los bancos deberán aumentar las reservas líquidas mínimas de 10 a 13 o/o de sus respectivos saldos de depósitos, mientras que el encaje marginal sobre el incremento de tales depósitos sobre la base de diciembre se mantiene en el 40 o/o.

La medida tiene una doble significación: en primer término el multiplicador marginal se reduce de aproximadamente 1.71 a aproximadamente 1.64. (cada peso que emita el BCU dará lugar a una expansión secundaria

de N\$ 0.64 en lugar de N\$ 0.71). En segundo término los bancos deberán aumentar sus depósitos en el BCU en una suma del orden del 3 o/o de sus colocaciones a fin de enero. O sea que deberá restringir el crédito, o captar más depósitos del público, en esa proporción. La medida tenderá a elevar las tasas de interés, aunque el BCU pague a su vez intereses a los bancos, porque restringe la oferta de crédito, o aumenta la demanda de fondos por parte de los bancos. Vista la altura desmesurada que las tasas ya exhiben actualmente, la medida traduce una preocupación por evitar una ulterior depreciación del peso en un grado que no nos resulta del todo fácil comprender.

Según nuestra manera de ver, las medidas heroicas para salvar al peso tuvieron su momento, en el que no llegaron, y eso fue a más tardar hace cosa de un año. En este momento nos parece claro que se impondría conceder prioridad a la meta de la reactivación. Después de todo, un poco más o menos de inflación a esta altura, un poco más o menos de depreciación cambiaria, no se ve bien qué diferencia podrían hacer.

Naturalmente, están los compromisos asumidos con el FMI, que también tendrán su importancia en relación a las negociaciones con la banca privada que están desarrollándose simultáneamente con el trámite final, y ya puramente formal, según creemos con el Fondo. Pero al mismo tiempo no se advierte por qué a esta institución le interesaría imponerle al gobierno uruguayo una estrategia que, tal vez debido a lo poco que las autoridades nos dejan saber, nos luce que entorpecerá innecesariamente el proceso de recuperación.

Algún día tal vez se conozcan los detalles de la negociación, y quizá entonces podamos comprender lo que por el momento nos deja perplejos.