

# ¿Cuál es la verdadera base monetaria?

por Ramón Díaz

El Banco Central ha usado a través del tiempo varios conceptos de base monetaria. Hasta fines de 1981 definía este agregado como efectivo fuera del BCU más depósitos en éste de los bancos privados, dejando de lado etapas intermedias; la misma institución al día de hoy ha ensanchado el concepto en modo tal que ahora comprende los depósitos que tiene el BROU, del BHU, de las empresas estatales y de las casas de cambio. El diagrama muestra la diferencia entre el primer concepto, que llamo "A", y el segundo, que llamo "B". Es fácil ver que el segundo agregado crece, mientras que las fluctuaciones del primero no muestran ninguna tendencia. El cuadro 1 dice que, en los diez meses seleccionados, el crecimiento nominal del agregado B alcanzó una tasa anual del 69.5%; como la variable precios que elegida para deflacionar mostró una tendencia ascendente del 44.3%, tenemos una tasa de crecimiento real del 17.5%, notablemente alta —cualquiera fuere la significación que debiéramos asignarles—. Frente a ello, el agregado A muestra una tasa de crecimiento nominal del 1.1%, (no significativamente distinta de cero desde el punto de vista estadístico), y un crecimiento real negativo de casi 30%.

El período seleccionado para este enfoque comienza en diciembre porque, a raíz de la flotación del peso a fines de noviembre, la autoridad monetaria —quienquiera que lleguemos a convenir desempeña ese papel— recuperó el control sobre la base monetaria, de que el sistema tabular le privaba. La tremenda pérdida de reservas de 1982 surtió un efecto contractivo equivalentemente poderoso sobre los pasivos monetarios del Banco Central. Al no operar ya el BCU en el mercado de cambios, a partir de diciembre, la posibilidad de verse en adelante, forzado a contraer esos pasivos desapareció. Restaba, eso sí, el efecto sobre la base monetaria de la financiación de una parte del déficit fiscal, con dinero nuevo. Cuando los economistas dicen que un régimen de flotación limpia le depara al banco central el control monetario que aquél le puede decir "no" a la tesorería cuando ésta acude a él por crédito para pagar el presupuesto. En muchos casos, el de nuestro país entre ellos, esa respuesta negativa no está en el repertorio de la institución emisora. En otras palabras, hay una cierta magnitud del déficit fiscal más allá de la cual el control monetario se pierde. Por lo demás, nuestra

tesorería ha sobrepasado largamente ese umbral. Pero adviértase que la única dirección en que puede jugar el efecto "monetización" del déficit es la dirección expansiva. Dicho de otro modo: con tipo de cambio fluctuante no hay ninguna fuerza capaz de obligar a la autoridad monetaria a practicar una política monetaria contractiva, aunque sí la hay capaz de forzarle a una política expansiva (déficit fiscal).

En esta suerte de Rasha Mononeterio, estamos ante dos versiones distintas, y aún opuestas, de la realidad. Una —versión B— nos dice que la autoridad se comportó de una manera expansiva en el lapso considerado; de una manera tal vez peligrosamente expansiva; presuntamente, debida a la monetización del déficit fiscal. La otra —versión A— nos transmite un mensaje azorante: pese al déficit fiscal, la autoridad monetaria se las arregló para componer una política desmesuradamente contractiva.

Una y otra versión nos proyectan imágenes diferentes de la coyuntura económica. La versión B nos dice que la economía, sin crecer en términos reales —el nivel del producto a mediados del '83 y a fines del

'82 era aproximadamente el mismo— ha estado acumulando base monetaria real —liquidez básica, podríamos decir— a una tasa impresionante, y que, de aquí en más, podemos esperar una reactivación, si somos afortunados, o un empuje inflacionario, si seguimos en la mala racha. Pero, ciertamente, algo debería pasar. Sencillamente no es posible seguir acumulando presión dentro de la caldera sin que una de las locomotoras vuelva a moverse, o la caldera explote.

La versión B nos muestra a la economía, en cambio, atascada en el cenagoso valle adonde fue a parar en año y medio de precipitada marcha cuesta abajo, sin perspectiva visible de recuperación, si bien a salvo —si es que esto le sirve a alguien de consuelo— de una gran escalada inflacionaria.

A diferencia de lo que acontecía en Rasha Mon, sin embargo, en esta historia el enigma es superable. Se puede saber cuál de las dos versiones refleja la realidad, cuál la falsifica.

La versión auténtica, voy a sostener, es seguramente la versión A. La verdad es que el agregado monetario que esta-

mos considerando se contrajo fuertemente. La expansión que muestra la versión B es mentirosa. No debemos prever una reactivación, por tanto, dentro del horizonte discernible. La promesa de recuperación real, y la amenaza de inflación desbocada que asociábamos alternativamente a la versión B son en cambio, ilusorias.

El cuadro 2 analiza las diferencias entre las dos versiones. Las magnitudes de éstas —columnas (1) y (4)— difieren entre sí por la suma de las columnas (2) y (3). Es fácil advertir que la columna (2) es la que cuenta la parte clave de la historia. El BROU ha estado incrementando de manera prodigiosa sus depósitos en el BCU. Para la versión B esto aumenta la base monetaria,

presuntamente porque el BROU puede usar la liquidez consiguiente para expandir su crédito al sector privado.

Para la versión A esto no es así porque el BROU no es una institución incorporable al conjunto de los bancos comerciales. Según este punto de vista, el BROU capta la emisión que sale del BCU a una cierta velocidad, y la devuelve a su punto de origen a una velocidad mayor aún. De esta manera esteriliza la liquidez surgente de la monetización del déficit, lo que es buena cosa, pero sobreexagera su papel con nociva exageración.

Estas son afirmaciones. Las afirmaciones requieren pruebas. Hoy me falta espacio. Pido ampliación del plazo por una semana.

CUADRO 1

Tasas de crecimiento\* de la base monetaria y de los precios: dic. '82 a setiembre 83

Crecimiento nominal Crecimiento real

	% al año	% al año
Base monetaria A	1.1	-29.9
Base monetaria B	69.5	17.5
Indice de precios al consumidor	44.3	-

\* Calculados por el método de mínimos cuadrados ordinarios. Fuentes: BCU, D. G. de E. y C.

CUADRO 2

Base monetaria, dos versiones  
En miles de millones de \$ corrientes

	(1)	(2)	(3)	(4)
	Versión A	Depósitos del BROU	Depósitos del BHU, empresas públicas, etc.	Versión B
1982 dic	10.14	0.19	0.37	10.70
1983 ene	10.63	0.03	0.28	10.94
feb	10.39	0.39	0.01	10.79
mar	11.11	0.40	0.13	11.64
abr	10.47	1.69	0.16	12.13
may	10.61	1.74	0.21	12.56
jun	11.04	1.75	0.20	12.99
jul	11.49	3.03	0.21	14.73
ago	10.37	4.57	0.21	15.15
set	9.95	4.42	0.65	15.02

Fuente: BCU

¿A cuánto asciende la base?

