

por Ramon Díaz

En el último artículo mostré cómo en un sistema de dinero pasivo, la política monetaria se agota en el acto de fijar un precio al dinero.

Recordemos que fijar un precio al dinero implica que la autoridad monetaria mantenga abierta al público una ventanilla a través de la cual venda y compre sus propios billetes a precio fijo en términos de oro, o de alguna moneda extranjera. Puesto que el público puede usar libremente esa ventanilla para procurarse más dinero doméstico, o librarse del sobrante no deseado de él, la autoridad monetaria pierde el control de la base monetaria, y de la oferta monetaria, consiguientemente.

En otras palabras, la autoridad monetaria está permanentemente enfrentada a una alternativa de hierro: fijar el precio o la cantidad.

No hay nada de sorprendente en ello. Es la disyuntiva típica del monopolista. El monopolista puede fijar el precio de su producto, pero el mercado decide el volumen que quiere comprar. Alternativamente, el monopolista puede decidir producir y vender una cantidad determinada, pero entonces va a tener que buscar en el mercado el precio que le permita lograr su objetivo cuántico; quien fija el precio, es, entonces, el mercado.

Los bancos centrales son monopolistas en el mercado de dinero, más precisamente, en el rubro dinero efectivo, o billetes, o —más precisamente— base monetaria, Mo. Y se hallan, sencillamente, en la disyuntiva clásica de todos los monopolistas.

La estrategia consistente en fijar el precio presenta grandes problemas, pero no requiere una actividad continuada de la autoridad monetaria. Como vimos, la política monetaria propiamente dicha, se agota en el acto fundamental de fijar el precio. ¿Qué ocurre con la estrategia consistente en fijar la cantidad, o es estrategia de *dinero activo*?

Hoy comenzaremos a ver que esta presenta asimismo grandes dificultades. Asimismo, que —de hecho— ha requerido siempre una actividad intensa y continuada de la autoridad monetaria.

El objetivo natural, por así decirlo, dentro de una estrategia de dinero activo, consiste en suministrar al sector privado el stock de dinero que demande. Los agentes privados ya no pueden procurarse más dinero, o librarse de sus excedentes de caja, a través de la ventanilla monetaria del banco central. Cuando tienen más o menos dinero del que desean tener, el mercado monetario entra en un desequilibrio del que sólo puede salir a través de una variación en el precio del dinero, ya sea en términos de bienes, ya sea en el de otras monedas, o de activos financieros o —lo más seguro— de todo esto a la vez o sucesivamente. Mirando el fenómeno desde su otra faz, diríamos que se requiere una inflación, o una deflación, o un cambio en las tasas reales de interés. Estas perturbaciones, y otras anexas —variaciones en el nivel de empleo y de actividad económica— son las que pueden evitarse si la oferta monetaria se ajusta a la demanda.

La autoridad monetaria deviene algo así como un sastre económico, a perpetuidad encargado de mantener la oferta de dinero a la medida de la demanda de la economía. Si no lo consigue, entonces se transforma en un de-sastre económico.

Para dar una idea de la dificultad sobrehumana, estrictamente hablando, implícita en esta estrategia, según se la entiende habitualmente, nada me parece mejor que reseñar la forma en que la política monetaria se desenvuelve actualmente en los EE.UU.

Dinero activo

En octubre de 1979 el sistema de la Reserva Federal —el sistema de bancos centrales de los EE.UU., en cuya cúspide jerárquica se ubica el Consejo de la Reserva Federal (apodado habitualmente "Fed") y cuyo principal órgano de control monetario es el FOMC (iniciales de la expresión equivalente en inglés a Comité Federal de Mercado Abierto) —comenzó a operar poniéndose como objetivos metas cuantitativas para M1 y M2, así como para un agregado semejante a Mo ("non-borrowed reserves"). Antes de esa fecha la política monetaria se había propuesto como metas determinados niveles de tasas de interés, estrategia alternativa ésa de que también me ocuparé en breve. Basta hoy decir que el Sr. Paul Volcker, hoy aún Presidente del Fed, designado entonces por el Presidente Jimmy Carter, y sus compañeros del FOMC, se convencieron de que el objetivo de estabilizar tasas de interés era uno de los principales responsables del arrollador avance de la inflación, y pasaron a sentar metas referidas a los agregados monetarios.

Esta nueva política monetaria ha sido calificada de monetarista. El examen de esa clasificación es otro de los temas que me propongo tratar. Por el momento insisto en las dificultades que las metas conllevan, en la forma en que se las concibe.

El Fed usa un gran modelo de simulación, compuesto por más de 100 ecuaciones, que usa datos trimestrales, divide a la economía en diez sectores, con el fin, entre otros, de pronosticar la demanda por dinero. Aún con métodos tan sofisticados, predecir la demanda por dinero, no le resulta fácil al Fed. Legie Gramley, uno de los gobernadores del Fed, se refiere a esa dificultad, en parte debida a la volatilidad a corto plazo que esa demanda exhibe desde 1974, en un artículo que reproduce "Perspectivas Económicas". Los errores de los pronósticos derivados de aquel modelo se ilustran en la Gráfica 1.

Las dificultades del FOMC sin duda reconocen al mismo tiempo otros orígenes, ya que no sólo el establecimiento de las metas es problemático, sino que, una vez fijadas estas, suelen interponerse obstáculos que impiden al-

canzarlas. Esta es la historia que narra la Gráfica 2. Puede verse que el tiro al blanco fijado hace un año para M1 (entre 4 y 8%) le salió al FOMC totalmente desviado.

Actualmente, en cambio, el FOMC se mantiene cerca del límite inferior de su cono de metas (5-9%). No obstante, están menudeando las predicciones de que la gráfica no va a tardar en perforar el límite superior.

Todo esto se inscribe en el marco legal fijado al Fed por la "Ley de Pleno Empleo y Crecimiento Equilibrado de 1978", también conocida como Ley Humphrey-Hawkins. Esta ley requiere que el Presidente del Fed concorra periódicamente al Congreso a explicar cómo la política monetaria está contribuyendo a la obtención de las metas que el Presidente debe establecer anualmente, conforme al mismo estatuto, en materia de niveles de empleo, producción, ingreso real, productividad y precios para cada uno de los cinco años subsiguientes.

El presidente del Fed debe asistir al Congreso, entre otras ocasiones, el 20 de julio de cada año, para revisar el cumplimiento

de las metas para el año corriente en su primera mitad, y anunciar las del año próximo en carácter preliminar. Más tarde, el 20 de febrero, debe regresar para discutir el cumplimiento de las metas del año pasado.

Si todo lo anterior transmite la idea de un proceso complejísimo, erizado de dificultades, entonces el artículo es como lo ha deseado su autor.

Una estrategia de dinero activo puede ser enormemente exigente para la autoridad monetaria. Esta es la primera conclusión que deseo proponer al lector.

Además deseo formular, para concluir por hoy, una observación al respecto. Una estrategia de dinero activo equivale a un régimen de tipo de cambio fluctuante. El tipo de cambio es fluctuante —flota— porque la autoridad monetaria se abstiene de fijar el precio de su moneda.

Pues bien, aun hay gente que cree que un régimen de tipo de cambio fluctuante está más estrechamente asociado con una economía de mercado que un tipo de cambio fijo. En realidad, lo contrario parece ser lo cierto. De hecho, al menos, todas las experiencias de dinero activo han estado asociadas con una intervención gubernamental mucho más intensa en el terreno monetario que las experiencias de dinero pasivo.

