

por Ramón Díaz

En esta serie de artículos sobre política monetaria, me he referido reiteradamente a la alternativa fundamental que enfrenta la autoridad monetaria: fijar el precio del dinero (en términos de oro o de una moneda extranjera, o de una canasta de monedas extranjeras) o fijar la cantidad de dinero. La opción por la primera posibilidad genera un sistema de "dinero pasivo", en el cual el banco central pierde el control monetario, por cuanto los agentes privados pueden comprar y vender dinero al precio fijado por la autoridad, y de tal manera la oferta monetaria traduce su demanda, y no ninguna meta de la autoridad. La segunda posibilidad **puede** conducir a un sistema de "dinero activo" que confiere a la autoridad el control monetario. En este los agentes privados no pueden tener ni más ni menos dinero que el que la autoridad resuelve que tengan, ya que no hay una "ventanilla monetaria" en el banco central, a través de la cual los particulares puedan alterar sus tenencias de caja. Todo lo que pueden hacer los agentes privados es pasarse el dinero de unos a otros, vendiendo y comprando activos o bienes corrientes, pero no modificar su oferta global. Eso sí, la actividad desplegada por los agentes privados para deshacerse de una oferta de dinero: excedente, o para expandir una inferior a la demanda, tenderá a repercutir sobre el nivel de los precios, elevándolo en el primer caso, y deprimiéndolo en el segundo, y de tal modo influirá sobre la oferta **real** de dinero. (Si M es la oferta de dinero, digamos medida en millones de N. pesos, y P es el índice general de los precios, la oferta real es M/P). En definitiva

la cantidad **real** de dinero (M/P) es siempre determinada por la demanda; sólo que en el caso

de dinero activo la autoridad fija la oferta **nominal** (M) (o algún M , como M_0 y en el caso de dinero pasivo carece de esa facultad).

Aún sin fijar el precio del dinero, hemos visto en el curso de esta serie que la autoridad puede instalarse en otras situaciones de dinero pasivo; por ejemplo, si el banco central está obligado a financiar a la tesorería (el déficit fiscal regula entonces M), o si adopta como meta fijar la tasa de interés.

El tema de hoy consiste en preguntarnos si la autoridad monetaria no podría de algún modo controlar el precio del dinero y conservar al mismo tiempo el control monetario.

La respuesta es que sí existe ese método y que se llama **control de cambios**. El control de cambios se configura cuando la compra de dinero por el banco central se racionaliza. (Más sencillamente dicho: cuando el banco central racionaliza la venta de divisas; pero es fácil ver que una forma de decir y la otra se equivalen).

La apertura de una ventanilla de dinero en el banco central, habíamos visto, despoja a éste del control monetario, ya que los agentes privados pueden acudir a esa ventanilla y comprar dinero, entregando divisas u oro, o alternativamente vender dinero, llevándose el activo en que el precio oficial del dinero estuviese fijado. Eso sí el acceso en la ventanilla es libre. Pero si para operar a través de la ventanilla monetaria hace falta alguna licencia gubernamental, digamos un cupo de importación, o de cualquier otra clase de tarjeta de racionamiento, entonces la autoridad no pierde el control monetario por fijar el precio del dinero.

Pongamos un ejemplo. Supongamos que el Banco Central declara que comprará y venderá sus propios billetes a un precio de US\$ 0.022 por N. peso. Imaginemos que a continuación emite cierta cantidad apreciable de billetes. Los agentes económicos encontrarán en sus carteras financieras más liquidez de la que desean. Acudirán entonces a la reabierta ventanilla monetaria del BCU, y le devolverán a éste los pesos recién emitidos a cambio de las reservas internacionales de la institución. Es obvio que ésta no puede controlar la oferta de dinero; es decir, no puede forzar a los agentes a conservar la cantidad de billetes que ha lanzado a la calle —digamos, a través de préstamos a la Tesorería— si esos mismos agentes pueden acudir a la ventanilla monetaria.

Imaginemos, **alternativamente**, que el BCU fija el precio del N. peso, como dijimos, pero aclarando que comprará N. pesos a US\$ 0.022 sólo a

El control de cambios

aquéllos agentes que sean portadores de una licencia para realizar tales transacciones. A los agentes económicos ya no les basta tener N. pesos para cambiárselos por dólares si lo desean. Ahora tienen que tener N. pesos + una tarjeta de racionamiento. Y si el Banco Central controla la emisión de tarjetas de racionamiento recupera el control de la oferta monetaria.

Repetimos el mismo experimento mental de hace un instante, imaginando que el BCU efectuase una copiosa emisión de billetes, pero, esta vez, que se abstuviese de incrementar **pari passu** la disponibilidad de tarjetas de racionamiento. Los agentes económicos encontrarían, igual que antes, una liquidez excedentaria en sus carteras financieras, pero ya no serían atendidos en la ventanilla monetaria abierta (o, mejor dicho, entreabierta) en el Banco Central. ¿Qué harían entonces? ¿Conservar resignadamente la emisión incremental en sus carteras? De ninguna manera. Jamás ocu-

rriría semejante cosa y jamás ocurriría. Si ya no les entregan dólares al tipo oficial, los demandarán al precio que el mercado fije (nos referimos, naturalmente al mercado **libre**, llamado según las circunstancias, en tales casos, también mercado **paralelo**, o —impropiamente— mercado **negro** y no los disuadirá el alza que en él registre el precio de la divisa, porque ella no hará otra cosa que reflejar la deteriorada estimación de los agentes por la moneda doméstica. Y cuando los dólares hayan subido de precio hasta reflejar esa nueva equivalencia genuina, por oposición a la artificial que mantendrá la autoridad para los tenedores de licencias, los agentes tratarán de comprar los activos y bienes corrientes, hasta que su precio suba, y la liquidez excedentaria que las movía se haya consistentemente evaporado.

Con la suba de los precios domésticos subirán los costos de los exportadores, y el precio oficial se traducirá en un tipo real de cambio que sobrevalúe

la propia moneda. Podrá sobrevenir una devaluación, pero la historia se repetirá prestamente: control de cambios y moneda sobrevaluada son compañeros inseparables.

La experiencia nos ha demostrado a los uruguayos que el tipo real de cambio puede apartarse de su paridad de equilibrio sin control de cambios, dentro de un sistema de tipo nominal de cambio fijo, como lo fue el tipo tabular, y la experiencia de numerosos países muestra que la flotación tampoco es garantía adecuada contra un "atraso cambiario". Sin embargo, en estos casos la sobrevaluación monetaria es contingente, puede o no acontecer, y de hecho los ejemplos de regímenes de dinero activo y de dinero pasivo en que la moneda no ha padecido sobrevaluación son incontables. No es el caso con el control de cambios. Este es consustancial con la sobrevaluación. Es más: puede afirmarse que la única razón para establecer el control de cambios consiste en eludir el precio de equilibrio del dinero, y consagrar por lo tanto una sobrevaluación asentada sobre la coacción estatal.

*Creatividad
esa es la palabra de nuestro tiempo...*

**Citibank es su lenguaje,
aplicado al servicio
de sus clientes.**

