

## Política de estabilización

por Ramón Díaz

¿Cómo se diseña una política de estabilización? Hay muchas maneras, pero comenzaré ocupándome de una que considero correcta. Más adelante tendré ocasión de aludir a otras.

Partamos de una situación dada, con una determinada tasa de inflación, y una determinada tasa de expansión monetaria. Por ejemplo —¿qué mejor?— de la situación uruguayaya actual. En materia de crecimiento de la oferta de dinero tenemos —por lo que yo recuerdo, es la primera vez en nuestra historia— una meta cuantitativa conocida: 3% de M1 por mes, con 0,5% de tolerancia a un lado y otro. Queda analizar, entre 51,1 y 34,5%, con una meta central de 42,8%.

¿Qué implican estas metas? Varias cosas.

En primer término, en relación con el alza de los precios. Si suponemos que M1 es el agregado relevante —con lo que yo personalmente discrepo— o si esperamos que los demás agregados se muevan todos al mismo ritmo —lo que no es un supuesto arbitrario, y encima elimina el problema de la elección de un agregado en particular para definir las metas— tenemos, ateniéndonos al objetivo central, que la oferta de dinero crecerá alrededor de 43%. Si los precios aumentan 35%, como dijo **Busqueda** la semana pasada que era la meta oficial, tendríamos que la oferta de dinero en términos reales aumentaría en 5,6%. Tenemos que preguntarnos si es razonable esperar que la demanda por dinero crecerá en una proporción semejante. De lo contrario las metas serían inconsistentes, porque presupondrían una situación de desequilibrio en el mercado monetario.

¿Qué podría hacer que la demanda por dinero creciera 5,6% en términos reales? En primer lugar, el crecimiento económico. Es una hipótesis usual que la demanda de M1 es

proporcional al producto. El Ministro Végh dijo en la Asamblea de la Unión de Exportadores que el producto crecería entre 3 y 5%. Digamos 4%. Haría falta otro factor para justificar un 1,5% adicional de crecimiento de la demanda por dinero. Pongamos que sea el factor confianza: si la gente cree que la inflación va a ser realmente del 35%, probablemente querrá pasarse, siquiera marginalmente, de dólares o activos materiales, a pesos, dado que estaban trabajando con saldos bajísimos de M1 (45% abajo del stock de diciembre de 1980, naturalmente, en términos reales).

Personalmente hoy pienso que el crecimiento va a ser menor del 4% (luego de haber pronosticado el 5%, me he vuelto menos optimista al observar el comportamiento decepcionante de las exportaciones en el último trimestre del año pasado). Digamos un 3%; además no me inspira mucha confianza la hipótesis de una remonetización basada en expectativas más serenas (bastaría que se detuviese la imponente caída de M1 real, incesante además desde mediados de 1981). Por lo tanto creo que la meta monetaria debería hacernos esperar una inflación del orden del 40%, y, por razones muy semejantes, una depreciación apenas menor del peso uruguayo en el mercado de cambios.

Todo lo cual sea dicho para ilustrar la significación de las metas monetarias. Ellas pueden dejar subsistentes discrepancias sobre lo que vendrá, pero nadie puede razonablemente prever una inflación digamos, del orden del 70%, ni del 20%, en la hipótesis de que las metas se cumplan. Las metas monetarias, si se respetan, le proporcionan un ancla al sistema, y hacen que deje de asemejarse a un barco a la deriva.

Desde otro punto de vista, las metas monetarias representan una restricción a la capacidad del Banco Central para financiar a la

Tesorería. Supongamos, como estábamos inclinados a hacer más arriba, que todos los agregados monetarios crecen a la misma tasa que M1, y por lo tanto lo hace el agregado que consiste en los pasivos del Banco Central con el sector privado, llamado "base", o Mo. Si se cumple la meta central, la base monetaria crecerá, como M1, alrededor de 43%. Como Mo se sitúa en la actualidad en el orden del 6% del PBI, su crecimiento previsible, traducido a términos del PBI, será del orden del 2,6%. Esto es al mismo tiempo el techo para la monetización del déficit fiscal. El Banco Central no podría, por ejemplo, financiar un déficit del orden del 8% del PBI, como mi lectura de las cifras oficiales muestra para el 4° trimestre de 1983. Para hacerlo Mo tendría que aumentar 133% en términos nominales en el año, lo que implica una tasa mensual del 7,3%, más del doble del límite superior de las metas monetarias. Tampoco estaría dentro del margen que fijan las metas monetarias el financiar con crédito del BCU un déficit como el de todo el año pasado, del orden del 4% del PBI, para lo cual se necesitaría un incremento mensual de Mo de 4,3%.

¿Cómo se establecen las metas? Uno puede partir de la tasa de inflación que desea. Digamos que ésta fuera del 40%. Entonces la autoridad monetaria ya sabe implícitamente cuánto podrá expandir el crédito del Banco Central en el año, aproximadamente en el ejemplo, 43% de Mo. A esa cifra hay que descontarle las provisiones para crédito que sea "necesario" otorgarle al sistema bancario (asistencia a los bancos comerciales, apoyo al BHU, etc.) Este enfoque deja como residuo la magnitud del déficit de Tesorería financiable por el Banco Central. Alternativamente uno puede partir de las "necesidades" de crédito del Banco Central —crédito a la Tesorería y al sistema financiero— y de ahí extraer cuánto

será la emisión necesaria —crecimiento de la base— y por lo tanto la inflación a prever.

¿Qué quiere decir, en este contexto, política antiinflacionaria? Pues ni más ni menos que buscar maneras de bajar la expansión del crédito del Banco Central. Como lo normal es que la Tesorería se lleve la parte del león de ese crédito, la política antiinflacionaria viene a traducirse en política fiscal: ¿Cómo reducir el déficit? ¿Cómo financiarlo en una mayor proporción con "recursos genuinos"?

Antes de dejar al resto para el próximo número, voy a plantear dos preguntas que imagino puedan formularse algunos lectores. La primera: si el déficit fiscal es tan importante, por qué no se redujo drásticamente la tasa de inflación en el trienio 1978-80, en que la Tesorería no tuvo déficit apreciable. Respuesta: entonces estábamos en un régimen de tipo de cambio fijo, y por lo tanto en un sistema de "dinero pasivo", en el que la autoridad no controlaba la oferta de dinero. Sobre la estabilización con tipo de cambio fijo, más en breve.

La segunda pregunta es doble: ¿No sería posible reducir ya el déficit a un nivel compatible con una inflación respetable (hoy en día eso significa nivel de un dígito)? ¿O es que eso implica un sacrificio demasiado grande para la población? Respuesta a la primera parte: es posible, sin lugar a dudas. A la segunda parte: cobrar impuestos genuinos, en lugar del impuesto inflacionario no representa ningún sacrificio adicional para los contribuyentes.

Entonces, dirán ustedes, ¿por qué no se hace lo necesario? ¿Por qué los gobiernos de Argentina y Brasil, sin ir más lejos, hacen soportar a sus súbditos inflaciones de 3 dígitos? Y yo respondo: lo siento, estas últimas preguntas están fuera del programa de hoy. Siga sintonizando en la misma onda, que volvemos en una semana.