

la columna
DE RAMON DIAZ

SOBRE ESTO Y AQUELLO

La demanda real de pesos va a declinar hasta noviembre inclusive. Existe el peligro de que ello precipite una depreciación aguda de la moneda uruguaya

Nuevo régimen cambiario

Hace un par de semanas leí en un diario que tal vez sea buena cosa probar un sistema que requiera menos intervención del gobierno. Se halla difundida, en efecto, la idea de que la fijación del precio del dólar por el libre juego de la oferta y la demanda implica menos dirigismo que la fijación de ese precio por la autoridad. Pues bien, no es así, y averiguar por qué puede ayudarnos a proyectar luz sobre el tema de hoy.

Dejar que el mercado fije el precio de la uva es sin duda menos dirigista que encargar de ello al gobierno, como durante tantos años se hizo, y otro tanto puede decirse a propósito del precio de cualquier otro bien que no provenga del propio gobierno. No es el caso del dinero. Acotemos que, en puridad, el precio que nuestro mercado de cambios fija es el precio del peso en dólares, y no viceversa, ya que el precio del dólar se fija en mercados mundiales, en términos de euros o yen. No es lo mismo que nuestro gobierno fije el precio de la uva, producto de los viticultores, que el precio de la moneda nacional, que es el mismo gobierno quien la produce. Si la autoridad monetaria reduce la oferta de dinero (achica la cantidad de pesos en manos de los particulares) el precio del peso va a subir (va a bajar el precio del dólar en pesos) y viceversa si la autoridad monetaria se pone a emitir sin tasa ni medida.

Quiere decir que, mientras el origen y la extinción de la moneda permanezca en el sector público, ningún régimen monetario (o cambiario, que es lo mismo) puede ser ajeno a la autoridad estatal. Más aún, puede afirmarse que el Estado tiene el monopolio del dinero, y pueden usarse los instrumentos de análisis de la ciencia económica para estudiar el monopolio en general.

Un principio básico es que el monopolista no puede fijar a la vez el precio y la cantidad. Si fija el precio, el mercado va a determinar qué cantidad del producto va a absorber, y si fija la cantidad, el mercado va a decidir el precio al cual su demanda va a igualar la oferta establecida por el monopolista. En el terreno monetario, cuando el Esta-



do fija el tipo de cambio, el público va a decidir cuanto dinero quiere tener; si más del que tiene, vendiendo dólares (el activo "patrón" en esta región del mundo, desde que cesó el "patrón oro") al banco central; si quiere tener menos pesos, canjeándole al banco central el excedente por dólares.

Si, en lugar de fijar el precio del peso, el mercado se lo va a fijar. Pero ¿para qué cantidad de dinero? Antes la oferta de dinero (la cantidad que hay) la fijaba el mercado, como acabamos de ver. Ahora el banco central, al dejar de fijar el tipo de cambio, recupera el control monetario. Puede emitir la cantidad que estime conveniente para mantener la liquidez del mercado, o la necesaria para financiar el déficit fiscal, o para dar crédito a las pequeñas y medianas empresas, o lo que fuere. La decisión es suya. Pero esa decisión no alcanza a la fijación del precio del dinero. Esto ha pasado a ser resorte del mercado. Fijar precio o fijar cantidad: esa es la cuestión para el monopolista.

En el Uruguay el gobierno ha resuelto dejar de fijar el precio del

dinero. Antes lo fijaba entre un techo y un piso para cada día. Es una fijación flexible, pero una fijación al fin. Ella se complementaba, por otra parte, con el anuncio de una pauta devaluatoria, es decir, del porcentaje mensual en que se proponía elevar tanto el techo como el piso de la banda de flotación. Consiguientemente, el público tenía información sobre el tipo de cambio a regir en el futuro, la cual los agentes económicos podían utilizar para la planificación de sus negocios. A condición, naturalmente, que creyera en ella. De hecho no creía, por la necesidad en que el Banco Central se veía de asistir al sistema bancario, de vender dólares para mantener el precio dentro de la banda y financiar el pago de las obligaciones internacionales del Estado, lo cual erosionaba día a día sus reservas internacionales, y es obvio que un tipo de cambio fijo requiere que la autoridad monetaria mantenga un stock de reservas suficiente para vender los dólares que el mercado demande al llegar la cotización de la divisa al tope de la banda. Y el

tiempo le dio la razón porque, aun habiéndose comprometido el gobierno a mantener la banda de flotación, junto con la pauta devaluatoria que determinaba su trayectoria, hasta fin de 2002, se apartó de ese compromiso antes de que el año promediara.

No digo esto para reprocharle el incumplimiento de la promesa, que con buena razón pudo estimar inevitable. Lo digo porque de ello se desprende un handicap que el gobierno se ha echado encima, por ese incumplimiento y por la inestabilidad general de sus anuncios y compromisos, que puede resumirse en esta expresión: pérdida de credibilidad. La credibilidad de un gobierno es probablemente el principal factor para facilitar la ejecución de su política económica. Sin distinción de regímenes monetarios ni de otro orden particular cualquiera. Con tipo de cambio fijo se vio obligado el nuestro a dejar de honrar su promesa. Con tipo de cambio fluctuante, arriesga una considerable, y perturbadora, inestabilidad del tipo de cambio de mercado, pese a la iniciación apacible con que el nue-

vo sistema se ha iniciado.

En el momento actual estamos asistiendo a una huida del peso. Se mantienen los pesos que son estrictamente necesarios, y se corre a cambiar cualquier transitorio excedente. Por ahora el movimiento del precio del dólar ha sido suave por la iliquidez aguda que reina en plaza. Pero por razones estacionales la demanda real de pesos (en términos de poder de compra) va a declinar hasta noviembre inclusive. El peligro de que ello precipite una depreciación aguda del peso está, pues, a la vuelta de la esquina. El gobierno (el Ejecutivo o el ministro, o el Banco Central, a quienquiera competa la decisión al respecto, lo que personalmente no tengo muy claro) debe dar a publicidad un anuncio acerca de cuánto sumará la "base monetaria" (billetes emitidos más encajes bancarios) de aquí a fin de año. Y luego esforzarse al máximo por cumplirlo. Tiene que haber una nueva "tablita", esta vez no la "tablita del dólar", sino de la oferta monetaria, que representará un nuevo compromiso. Peligroso, como todo compromiso en estos tiempos, pero imprescindible para que el sistema de flotación libre funcione, aparte de ofrecer a las autoridades a elevar en alguna medida su credibilidad maltrecha.

¿Será una flotación limpia (sin intervención del Banco Central en el mercado) o sucia? Probablemente alguna intervención sea imprescindible, porque tenemos por delante un mercado muy delgado (stock chico de pesos), por tanto propenso a fuerte inestabilidad, pero tendrá que manejarse con gran cuidado. No podrá exigírsele a las autoridades el establecimiento siquiera de metas de tipo de cambio, sólo el cumplimiento de los anuncios de emisión. Y, sobre todo, habrá que soportar tasas de interés muy elevadas para operaciones en pesos, que serán el fruto amargo de la falta de credibilidad de las autoridades. Y nadie entre éstas deberá siquiera intentar, ni aún anunciar, el uso de la política monetaria con un objetivo de bajar tasas de interés (sobre lo cual ha habido ya anuncios inquietantes) porque con toda razón podrían interpretarse como abandono de las metas sobre cantidad de dinero.