

No Leven el Ancla

por Ramón Díaz



Días atrás oí sostener que las palabras que Hamlet iba *realmente* musitando por los lóbregos corredores de Elsinore eran "*Tablita or not tablita, that is the question*", y que el objeto de su *verdadera* inquietud consistía en el *atraso cambiario* de la corona danesa. La

versión popularizada por Shakespeare proveniría de Polonio, que a la sazón estaba ya un poco sordo, y al cual los cortinados tras los que solía esconderse, entre otros inconvenientes, le dificultaban adicionalmente la audición. No sé si será ésta la historia genuina, pero sin duda dice algo sobre lo que nos preocupa hoy a los hombres de estas australes latitudes.

Argentina ha cortado la disquisición hamletiana proclamando "no tablita"; lo mismo que hicieron los chilenos cosa de dos años antes, pero yéndose en una dirección bien distinta. Claro está, la opción "no tablita" no implica la elección de una ruta; apenas la exclusión de un itinerario en particular, en medio de la encrucijada.

Por el momento, el Uruguay sigue, solitario, con la tablita enhiesta. Algunas declaraciones del Presidente del BCU apuntan hacia el propósito de la actual conducción económica de mantener tal sistema hasta que se complete el proceso de rebaja arancelaria. Estamos hablando de 1985. La autoridad monetaria del Uruguay se me representa como una señora que, encaramada ella sola sobre un escenario, mantiene permanentemente en alto un tablero de cotizaciones, en tanto desde todos los ángulos de la platea le arrojan proyectiles variados. Y esto, durante otros cuatro años. Me parece poco creíble.

El Presidente Gil Díaz ha sostenido (y yo diría que ha demostrado) que la persistencia del sistema es económicamente viable. Pero no podría demostrar, aunque lo intentase, que políticamente las expectativas de vida del sistema sean del orden de magnitud del lustro, más bien que del semestre. El hecho de que la tablita parezca suscitar en un gran número de los uruguayos una resistencia visceral —que una paridad fija, esa clase radical de tablita, nunca suscitó— es un dato políticamente significativo. Tampoco está claro que el sistema sea el mejor que, en nuestras condiciones actuales, podamos

adoptar. La decisión argentina, en todo caso, vuelve particularmente oportuno el análisis de las opciones que la circunstancia nacional despliega ante nosotros. Imitemos, pues, el reconcentrado deambular del príncipe de Dinamarca, y su inquisitivo talante, al preguntarnos, una y otra vez:

¿Tablita or not tablita?

—O—

Ante todo, hay que despejar el camino de la Gran Confusión. O por lo menos intentarlo. Una vez más.

La Gran Confusión, en este terreno, consiste en sostener que la moneda es un bien como cualquier otro, como los zapallos o las sandías, y que el mercado puede fijarle el precio libremente, mientras que el gobierno se abstiene de intervenir. Y creer que ésa es la solución liberal, o la solución propia de la economía de mercado.

Suponga usted (a) que el gobierno tuviera el monopolio de producción de sandías; (b) que pudiera producirlas sin costo, por artes de birli-birloque; y (c) que hubiese una activa demanda por sandías, de modo tal que el gobierno pudiera procurarse bienes y servicios valiosos a cambio de su cuasi gratuita producción de dicho fruto. Claramente, usted apreciaría que, según el gobierno produjese más o menos sandías, éstas valdrían menos o más en el mercado. Y no se le ocurriría sostener que el diario vere-



dicto del mercado sobre ese valor fuera un pronunciamiento independiente de la voluntad del gobierno. Si éste se pusiese a gastar desenfrenadamente, financiando las erogaciones con la venta de sandías, no le sorprendería a usted que su precio anduviera por el suelo. Y si, en cambio, gracias a una gran medida fiscal, el gobierno restringiera sobremanera la zafra de sandías, no le admiraría a usted que ellas se fueran por las nubes. Y ni en un caso ni en el otro pensaría usted en atribuir las respectivas fluctuaciones a las reacciones de un mercado pasivo, más bien que las decisiones del agente en cuyas manos reposaría toda entera la iniciativa, es decir, el gobierno monopolista.

Un sistema de flotación limpia de la moneda no es, como el ejemplo sugiere, un sistema de mercado libre en materia monetaria. No puede haber una solución de mercado libre cuando hay un monopolista que ni siquiera enfrenta la restricción de un costo de producción significativo. El sistema de flotación limpia es un sistema en que el monopolista fija la cantidad de su mercancía que resuelve colocar (emisión) y el mercado decide qué valor debe asignársele entonces a la unidad monetaria nacional en términos de otras. El sistema de tipo de cambio fijo es un sistema en el cual el monopolista fija el precio de su mercancía y el mercado decide la cantidad que va a llevar y mantener de ella. Ciertamente no es un sistema basado en la arbitrariedad. Si la autoridad monetaria fija un precio X y pretende hacerle tener al público más dinero del que el público desea tener al precio fijado, la autoridad monetaria verá en seguida que el público viene a traerle de vuelta sus billetes, y se va llevándose sus reservas internacionales. El banco emisor, si fija el tipo de cambio —es decir, si ofrece comprar y vender divisas a un precio determinado— abandona el control de la oferta monetaria. Y se obliga a la disciplina de no pretender hacer tener al público mayor cantidad de sus billetes de la que él desea conservar.

Tal vez ayude a aquéllos que se resisten denodadamente contra la idea de la tablita —una forma de fijar el precio, una forma muy particular de hacerlo, pero una manera de fijarlo al fin— que ningún sistema monetario puede prescindir, sin las más graves consecuencias, de la fijación de una variable nominal — el precio de algo, o la cantidad de dinero.

¿Qué es el patrón oro? Es, se me dirá, el sistema en que los billetes son convertibles en oro, y el metal puede exportarse e importarse con toda libertad; es el sistema por el cual el Uruguay rigió su moneda entre 1862 y 1914; y bajo el cual prosperó notablemente; es el sistema que caracterizó la época de mayor libertad económica que el mundo ha conocido, el período

AGENCIA MARITIMA LATINOAMERICANA S.A.



MONTEMAR S.A.
Montevideo

Línea Miembro
Conferencia de Fletes
Río de la Plata — Europa —
Río de la Plata, servicio
regular mensual de
cargas generales,
frigoríficas y líquidas
entre Uruguay, Argentina,
Brasil y Puertos Atlánticos
de España, Portugal,
Francia, Bélgica, Holanda,
Alemania y Reino Unido.
Línea Miembro
Conferencia
Interamericana
de Fletes Servicio
regular mensual de
cargas generales entre
Uruguay, Argentina,
Brasil y Puertos del
Caribe y del Golfo.



NEOLATINA NAVIERA
Montevideo

Servicio Regular Mensual
de Cargas Generales
entre Montevideo, Santos,
Río de Janeiro y Victoria.



FLUVIAMAR
Montevideo

Servicio Regular de
Cargas Generales entre
Montevideo y Buenos
Aires.

25 DE MAYO 481

TELEFS.: 90 56 44 - 90 43 42 - 98 47 44
CABLES: "LATIMAR" TELEX 398914

do del *laissez-faire*. Pues bien, sí, efectivamente, es todo eso, pero falta decir lo principal. Es el sistema internacional en el cual los países miembros fijan cada uno un precio oficial al oro. En 1862 el Uruguay fijó el precio oficial del oro en unos 20 pesos la onza *troy*, y por más de medio siglo ese precio no tuvo más que infimas variaciones. En 1820 fue nuevamente efectivo —vuelta la calma, tras las tempestades napoleónicas— el viejo precio oficial del oro en Inglaterra, de alrededor de £ 4,30 la onza, y por muy cerca de cien años, éste no se movió más que dentro de una banda de fluctuación estrechísima.

¿Dirigismo? La gente no lo veía así. Todo sistema monetario necesita un ancla, para no irse a la deriva. El ancla del patrón oro era un precio fijo para el metal. Una vez que un país efectuaba esa fijación, su política monetaria quedaba comprometida definitivamente por la consiguiente restricción. En adelante, las jugadas a cargo de la autoridad monetaria, para decirlo en lenguaje ajedrecístico, eran todas obligadas. Le traían oro, tenía que entregar billetes; le traían billetes, tenía que entregar oro. Y podía colocar (comprar valores rentables) una cantidad muy limitada de billetes. Y nada más.

En la gran etapa del patrón oro, que se cierra en 1914, nunca ningún país miembro devaluó su moneda. Ni revaluó el oro, que es lo mismo. Hay gente que se asombra de que la autoridad monetaria uruguaya pretenda saber cuánto va a valer un dólar dentro de seis meses. Los hombres que fijaron el precio del oro en pesos uruguayo en 1862 supieron perfectamente cuánto iba a valer una onza de oro medio siglo más tarde. ¿Milagroso? De ningún modo. No le pasó esto a un país; le pasó a todos. Simplemente las autoridades seguían las reglas de la cartilla. En síntesis, éstas decía que no se podía hacer nada que desestabilizara el anclaje de la moneda, resuelto de una vez para (lo que entonces lucía como) siempre.

En el sistema que surgió de la Conferencia de Bretton Woods, en las postrimerías de la 2ª Guerra Mundial, el ancla del sistema consistía en la fijación del precio del dólar por los distintos países, y la fijación del precio del oro por los EE.UU. Eran estas anclas modernas distintas de las viejas. Con autorización del Fondo Monetario Internacional, un gobierno podía correr el anclaje de su moneda a una nueva posición, cuando había hecho algo que tornaba insostenible la posición anterior. Digamos que hubiera expandido el crédito con la santa intención de reducir el desempleo. La expansión crediticia había depositado dinero nuevo en manos del público, que éste podía cambiar por dólares en el banco central, al precio oficial. Modificando el precio oficial —corriendo el ancla, devaluan-

do— ¿qué se conseguía? Pues reducir la cantidad *real* de dinero, al provocar una suba de precios, y hacer entonces que una cantidad mayor de billetes que antes fuese necesaria para cumplir el mismo trabajo. Ya no convendría ir con el excedente de liquidez al banco central, y llevarse dólares, sencillamente porque el excedente de liquidez habría desaparecido con la devaluación; y la suba de precios consiguiente.

El sistema de anclaje ajustable de Bretton Woods funcionó bastante bien, pero resultó frágil, y se desintegró al cabo de trece años apenas de ser puesto en plena operación (lo que ocurrió en 1958, cuando las potencias europeas ex beligerantes levantaron los controles de cambio prohibidos por la Carta del FMI). La causa más directa del colapso estuvo asociada al levantamiento del ancla básica del sistema, o sea el precio oficial del oro en términos de dólares. En 1968 los EE.UU. dejaron que se formara un doble mercado para el oro: el oficial, en el que la Reserva Federal compraba y vendía a los bancos centrales de los demás países miembros a 35 dólares la onza, y el libre, donde operaban todos los otros agentes, y donde el precio llegó pronto a los 40 dólares. Prácticamente se intentó un sistema de patrón dólar puro. Pero el dólar es un objeto de papel, completamente inadecuado para servir de ancla. De hecho el sistema se fue a la deriva, y terminó desintegrándose tres años más tarde.

Siempre se necesita un ancla, si ha de haber estabilidad. En el régimen de tipo de cambio fluctuante, ¿en qué puede consistir?

Puede consistir, por ejemplo, en una canasta de bienes y servicios. Digamos, en la canasta que se usa para calcular el Índice de Precios de Consumo (IPC). Pero, claro está, ningún agente puede fijar el precio de ningún bien (simple ni compuesto) si no está dispuesto a comprar y vender de ese bien las cantidades que se le ofrezcan y demanden. El banco central puede hacer esto bien con el dólar; concebiblemente podría hacerlo con el oro; pero a nadie se le ocurre que pudiera comprar y vender carne, harina, servicios de vivienda, guardapolvos escolares y cuotas de mutualista, todo lo que sería preciso para fijar el precio de la "canasta familiar".

Entonces, ¿dónde está el ancla? El banco central puede operar sobre la oferta de dinero —sobre la que recupera en control cuando deja de fijar el precio de algún bien— de modo de mantener aproximadamente estable el IPC, o sea el precio conjunto, o precio medio, de la respectiva canasta. Esta es entonces propiamente el ancla; sólo que el acto del anclaje no consiste en la fijación de un precio, sino de una cantidad de dinero (o de una regla para determinar la cantidad de dinero, como la regla



monetaria propuesta por Friedman).

Hoy no hay tiempo para que nos adentremos en las complejidades de la política monetaria requerida por el régimen de cambios fluctuantes, y respecto de su funcionamiento tendré que limitarme a poner un ejemplo. Supongamos que en el ordenado país de Disciplina hay total estabilidad de precios. El PBI crece a 5 % por año; la población y la fuerza de trabajo crecen al 2 %; la productividad y los salarios nominales al 3 %. Y los salarios reales igual, ya que los precios de bienes de consumo en el promedio no cambian. La autoridad monetaria ha contribuido a este dechado de estabilidad incrementando la oferta de dinero, desde hace mucho, con gran regularidad, 5 % al año. Estamos en 1973. Sobreviene la cuadruplicación del precio del petróleo. El nivel general de los precios en Disciplina salta un 10 %. ¿Qué hace la autoridad monetaria? Pues continúa impertérrita, expandiendo la oferta de dinero a razón del 5 % al año. Pero a todo esto la liquidez en plaza habrá experimentado una gran contracción. Las tasas de interés habrán comenzado a subir rápidamente. En los demás países los bancos centrales han dado satisfacción a la demanda adicional por dinero, expandiendo el crédito, y evitando así que en sus mercados financieros locales la tasa del interés subiera.

Entonces habrá un diferencial positivo de tasas en Disciplina, y el capital comenzará a fluir hacia allí. Como el tipo de cambio es libremente fluctuante (el Banco Central no compra ni vende divisas), la entrada de capital no puede tener por contrapartida un aumento de reservas, sino sólo un déficit comercial. Para generarlo sobrevendrá una apreciación de la moneda

nacional. Cuando ésta llegue al 10 %, el efecto del *shock* petrolero sobre el nivel de precios interno se habrá compensado. La canasta familiar habrá regresado a su mismo precio medio de antes. El nuevo equilibrio diferirá sin embargo del anterior en dos cosas: habrá un déficit en balanza comercial, y los exportadores usuarios de petróleo se quejarán amargamente del *atraso cambiario*.

En Disciplina, sin embargo, tendrán poca suerte. Allí se reconoce que el método del resto del mundo —expandir la oferta monetaria cuando sube el nivel de precios, para evitar que suban las tasas de interés, equivale a cortar las amarras del sistema con el ancla salvadora. Llevará a tasas nominales cada vez mayores, y a una inflación indefinida y acelerada. Y este ejemplo no es, como el de Disciplina, un caso imaginario. Es lo que el mundo viene mostrándonos en los últimos años.

—O—

La tablita es una forma de anclaje. Una forma imperfecta e indeseable, requerida por condicionamientos que tal vez hayan ya desaparecido. Parece oportuno revisar la conveniencia de su conservación, punto al cual dedicaré mi próximo artículo. Pero, por de pronto, apresurémonos a reconocer que, cuando sus detractores reclaman que la tablita se abandone, y en su lugar proponen que se deje flotar el peso, o se adopte el sistema de minidevaluaciones no preanunciadas, que permiten compatibilizar cualquier política crediticia con la conservación de las reservas, en realidad están demandando que se vuelva a dejar el peso uruguayo a la deriva.