

La evolución de las reservas internacionales

Desde fines de mayo las tenencias de oro y divisas del BCU han venido descendiendo, con algunos altibajos pero sostenidamente. Desde fines de 1980 al 4-12-81, la pérdida alcanzó a 66.9 millones de dólares; desde el máximo de fines de mayo, a 181.6 millones de dólares. Esta última cifra causa una fuerte impresión, pero es preciso notar que entre enero y mayo se habrían ganado casi 115 millones de dólares, suma ésta que desde la perspectiva de los acontecimientos posteriores parece anormalmente elevada.

¿Qué interpretación cabe dar a estos acontecimientos?

La historia básica nos la cuentan los balances monetarios del BCU, o, mejor dicho, el flujo de caja que podemos construir con ellos. Ese flujo de caja entre el 1o. de enero y el 4-12-81 es, según nuestra lectura de esos balances, el siguiente:

Millones de N\$

Uso de fondos:

Aumento del
crédito interno 1.012.7

Fuentes de fondos:

Disminución
de reservas 795.0
Incremento
de base
monetaria 217.7

Total Fuentes 1.012.7

La forma en que nosotros sugerimos interpretar este cuadro es la siguiente: el BCU expandió sus pasivos monetarios ("base mo-

netaria" o "dinero de alto poder") en 1.012.7 millones; la economía sólo demandó 217.7 millones de esa expansión, y el resto fue canjeado por reservas. Si los agentes económicos hubiesen demandado más caja, la pérdida de reservas habría sido menor; si el BCU hubiera expandido menos sus pasivos monetarios, también habría sido menor el decremento de reservas.

Fijémonos en el cambio de base monetaria. Si reducimos las cifras a una unidad común, deflacionándolas por el índice de precios de consumidor, tenemos que la base monetaria se contrajo en términos reales en un 20.2 o/o. Ajustando por variaciones estacionales, estimamos la reducción en un 9 o/o. Esto se conecta con la contracción de los otros agregados monetarios reales: desde el 20-10-81 (últimos datos disponibles) y hasta fin del '80 M-1 descendió un 17.8 por ciento y M-2 en 7.6 por ciento, ambos en términos reales y previo ajuste por estacionalidad.

Habiendo caído la inflación muy apreciablemente este año, deberíamos estar asistiendo a una apreciable monetización de la economía, en lugar del fenómeno inverso que estamos comentando. La única explicación posible de este fenómeno debe basarse en las expectativas de una brusca aceleración de la inflación como consecuencia de una devaluación. La gente no quiere tener

pesos porque no cree en la tablita, para decirlo más llanamente.

El otro factor contributivo fue, como ya señalamos, la expansión del crédito interno. Aquí es preciso aclarar que nosotros nos hemos atendido a la vieja definición de "base monetaria" del BCU que a nuestro modo de ver es la dominante en la literatura pertinente, y la que condice con la expresión "dinero de alto poder" con que también se designa la base monetaria: es decir, efectivo fuera del BCU más depósitos a la vista en m.n. de la banca privada. Esto implica incluir en "crédito interno neto" varios rubros que actualmente figuran en "base monetaria" en los balances monetarios del BCU.

El detalle del flujo de crédito interno neto en el mismo lapso del cuadro anterior es el siguiente:

Millones de N\$

Crédito al sector público	264.7
Movimientos interbancarios	- 39.3
Varias cuentas de la banca oficial	796.4
Otros rubros netos	- 9.1
Total incremento crédito interno neto	<u><u>1.012.7</u></u>

Puede observarse que los retiros de los bancos oficiales representaron el principal factor expansivo, sobre el cual el BCU carece de control.