

Política financiera

Director Responsable:
Ramón Díaz

Editor:
Danilo Arbilla

Columnistas y Redactores permanentes:

Manfredo Cikato, Pablo Fossati, Ramiro Rodríguez Villamil, Jorge Caumont, Ricardo Petrano, Rodolfo Pandolfi, Daniel Gianelli, Miguel Arregui, Juan Carlos Casas, José Pedro Ortiz, Juan Mario Harmida, Jesús Iglesias Rouco, Raúl Clauso. **Indicadores económicos:** Jorge Caumont, Gustavo Cola Cancele, Michele Santo, Ernesto Talvi. **Medicina:** Jean Richerd. **Espectáculos y vida cultural:** Rodolfo M. Fattorusso, Barret Puig, Jorge Traverso, Sergio Lacuesta, Alfredo Silvera Lima, Alfredo de la Peña, Jorge Castro Vega. **Humor:** Aldo Cammarota, Aranda, Kid Gragea, El Mono. **Cartas:** Arotza. **Diagramación:** Nelson García Serra.

Directorio:

Dr. Ramón Díaz, Dr. Manfredo Cikato, Dr. Pablo Fossati, Dr. Ramiro Rodríguez Villamil y Danilo Arbilla.

Administración:

Esc. Alfredo Bianchi Varela. BUSQUEDA es una revista semanal miembro de la Sociedad Interamericana de Prensa. Está inscrita en la Dirección de Industrias con la matrícula N° 2079. Con domicilio en Treinta y Tres 1471, Piso 2, Esc. 7. Tel. 95.54.84. Montevideo, Uruguay.

Las opiniones vertidas en los artículos son de exclusiva responsabilidad de los autores.

Precio de venta en Uruguay: N\$ 25.

Impresa en Talleres Gráficos de Impresora Polo Ltda. D.L. 40.172.

Distribución: Papacito.

El BCU ha dictado una circular, cuyo alcance ha sido transmitido por un comunicado aparte, sobre encajes y otros aspectos de la actividad financiera. Todo ello fue cubierto por la Sección Indicadores de nuestra última edición. Hoy procuraremos dar algunos pasos en la dirección de interpretar la nueva política.

Los bancos comerciales mantienen reservas líquidas, o encajes, por razones técnicas, aun sin ninguna imposición de las autoridades monetarias en tal sentido. El sistema privado uruguayo, por ejemplo, mantenía reservas del orden del 6% del total de depósitos (fue el promedio enero-noviembre de 1982) en ausencia de todo requisito de encaje mínimo.

A principios de 1983 el BCU restableció los requisitos mínimos de encaje sobre los depósitos en pesos, mientras los depósitos en dólares permanecían exentos de esa exigencia. Los encajes mínimos debían ser depositados en el Banco Central y ganaban una tasa de interés algo menor al costo de los fondos. Con todo, la onerosidad de la regulación para el sistema no era muy pesada. Durante la vigencia de ésta (que experimentó algunos cambios con el andar del tiempo) los bancos privados mantuvieron entre dos y tres veces la proporción anterior.

Las consecuencias del establecimiento de encajes mínimos por la autoridad monetaria surte la consecuencia de que los activos líquidos mantenidos por los bancos dejan de servir a los bancos para cumplir su mi-

sión técnica específica, que es la de satisfacer la demanda de los depositantes por los activos que han confiado a su custodia, en toda aquella proporción en que su tenencia les es exigida. Por lo tanto, la función específica de liquidez que cumplen los encajes ahora debe ejercerla solamente el **excedente de encaje**, por encima del mínimo regulado. El resto, mientras es remunerado, pasa a ser algo así como un suplemento de la cartera de las instituciones. Cuando deja de ser remunerado, —como entre nosotros aconteció este año, a fin de reducir el déficit agregado del sector público— pasa a ser parte de sus inmovilizaciones. Por lo tanto, con una apariencia de mayor liquidez, el sistema pasa en realidad a poseer una liquidez menor.

Los bancos se sienten forzados a economizar en la tenencia de sus activos genuinamente líquidos, y en procura de ellos se muestran inclinados a recurrir al mercado de capital a fin de tomar prestado como complemento de su liquidez (efectiva) propia. De ahí el surgimiento de un mercado de "call money" (préstamos interbancarios a muy corto plazo) recientemente operado en nuestro medio.

¿Con qué fines interfieren las autoridades monetarias con el funcionamiento libre de los sistemas financieros? Algunos economistas confundidos escriben en textos elementales que lo hacen con el fin de fortalecer la liquidez de las instituciones. Lo dicho anteriormente debe bastar

para que concluyamos que el efecto de la medida es precisamente el opuesto. Ello sin embargo, no es muy importante. Nunca hay que perder de vista que la verdadera garantía para los depositantes está, no en el encaje de los bancos, sino en su cartera.

La finalidad auténtica más característica consiste en influir sobre la oferta monetaria. Si tomamos el concepto de dinero amplio (M2) en tal sentido, podemos concebir ese agregado como "elaborado" por el sistema financiero a partir de los pasivos monetarios del Banco Central —efectivo en poder del público más encajes de los bancos comerciales— de donde resulta el concepto de un "multiplicador monetario", que si se aplica a esos pasivos ("base" o MO) da por resultado la oferta de dinero (M2). El efecto de los encajes mínimos consiste en reducir el tamaño del multiplicador: por ejemplo, éste que fue de alrededor de 4 en 1982 (sin requisitos mínimos) se contrajo alrededor de 3 subsiguientemente. Como es obvio, ello obedece a que la capacidad de los bancos para reciclar los depósitos a través de operaciones de créditos es tanto menor cuanto mayor sea la proporción de cada depósito que deban verter a sus "reservas líquidas".

El efecto de los encajes mínimos, sin embargo, no se agota en la reducción del multiplicador. De otro modo carecería de sentido su adopción respecto de

los depósitos en dólares, ya que los conceptos de "base" y "multiplicador" no parecen adaptables a nuestro ámbito monetario doméstico en ningún sentido significativo. Pero la regulación de los encajes comporta adicionalmente un doble efecto: para el Banco Central representa una fuente de recursos, algo así como un préstamo forzoso que debe otorgarle la banca, eventualmente —como es el caso en la actualidad entre nosotros— un préstamo "gratuito"; y para los bancos supone una alteración de los factores claves de su rentabilidad. Desde el punto de vista que ofrecen estos dos aspectos la imposición de encajes mínimos a los depósitos en moneda extranjera sí puede resultar inteligible. En primer lugar, como fuente de recursos para el BCU, que los obtendrá sin costo para sí (aunque alguien sin duda pagará el impuesto, ya que de eso se trata), en cuantía menor, pero en la coyuntura fiscal de hoy en día, nada es desdénable.

En segundo lugar, la medida tiende a igualar las condiciones de rentabilidad que los depósitos en moneda nacional y extranjera representan para la banca. Es preciso reconocer que la imposición de encajes mínimos no rentables a los depósitos en pesos implicaba una desventaja para éstos, frente a depósitos en dólares exentos. Ya nos va resultando algo menos claro que esto sea un problema, así como el propósito anunciado por las autoridades de influir en contra

del proceso de dolarización de la economía tampoco nos resulta demasiado fácil de comprender. Nuestro enfoque que parte de la base de que el grado de dolarización alcanzado parte de razones profundas, que nada tienen que ver con una distorsión institucional menor contra depósitos en pesos. Parece algo inquietante que un rasgo estructural con profundas raíces se busque alterarlo con medidas "ad hoc". Máxime cuando la transición hacia una economía desdolarizada plantea problemas indudables, sobre los que hemos de volver.

También nos causa una cierta inquietud otra de las normas que acaban de aprobarse. Normas que regulan la composición de las carteras, que habían desaparecido desde bastante tiempo atrás de nuestro ordenamiento institucional. Todo dentro de un contexto en que la regulación de las tasas activas de interés, informalmente introducida el año pasado, recupera un rango institucional que había perdido en el período de liberalización financiera de 1977-78.

Nos consta que el momento es difícil y especialísimo. Nos consta asimismo que los conductores de la política económica no pueden más que afiliarse a un elemental pragmatismo. Pero la orientación que creemos discernir en su estrategia está derivando considerablemente de la ruta que nos parecía previsible. Seguiremos con atención los hechos y las palabras en procura de una comprensión que en alguna medida hoy se nos escapa.