

Notas disonantes en la política monetaria

ACDE ha suministrado una ocasión valiosa para la definición de políticas al reunir a gobernantes y empresarios en un reciente coloquio.

Las declaraciones del Presidente del Banco Central, Cr. Ricardo Pascale, complementaron de manera valiosa las formuladas pocos días antes por el Ministro de Economía y el Director de Planeamiento, que comentamos desde esta misma página hace dos semanas.

Encontramos de particular interés el anuncio de una pauta monetaria referida a los medios de pago (M1), cuyo crecimiento en el "año programa" se prevé acotado entre el 55 y el 60%.

Cuando el Ing. Végh Villegas efectuó un anuncio similar a principios de 1984, refiriéndose a un **promedio** mensual entre el 2.75 y 3.00% mensual, nosotros destacamos el hecho y señalamos que la meta no debía interpretarse literalmente, como referida a una media, lo que de hecho sólo representaría información sobre el comportamiento de los agregados monetarios en el duodécimo mes, sino como una meta mensual. De análoga manera, en nuestra interpretación, el Presidente Pascale ha anunciado una meta de crecimiento de M1 aproximadamente situada entre 3.7 y 4.0%, contra la cual los observadores contrastaremos la realidad monetaria a partir de julio.

Recordemos a nuestros lectores lo que dijimos a propósito de metas monetarias cuantitativas en la previa ocasión. Se trata de una práctica reciente en el mundo —en los EE. UU. data de 1979— pero también es reciente el régimen de flota-

ción monetaria, al que tal estilo de política se halla referido. Con tipo de cambio fijo la meta monetaria no es otra cosa que compatibilizar la paridad oficial con la demanda por dinero, ya que la oferta monetaria la determina el mercado. Con tipo de cambio fluctuante, en cambio, la oferta nominal de dinero se vuelve controlable por la autoridad monetaria. Más concretamente, será controlable en la medida en que lo sean las necesidades financieras del sector público a ser atendidas con crédito de la banca central.

Es entonces que las metas cuantitativas representan un ancla para el sistema. Al iniciarse la flotación generalizada en 1973, la mayoría de las autoridades monetarias en el mundo sustituyeron la meta implícita en la paridad cambiaria por objetivos referidos a las tasas de interés. Dicha orientación fue abandonada, al menos como criterio dominante, cuando se advirtió que la inflación y el desempleo subían juntos desde la adopción de las paridades flotantes (una curva de Phillips con pendiente positiva, escándalo inmenable desde la perspectiva keynesiana). La conversión de Samuelson, de que daba cuenta **Búsqueda** una semana atrás tiene que ver con el acierto de las previsiones que la escuela monetarista realizó en ese sentido.

Hoy en día la mayoría de los grandes bancos centrales cuyas monedas flotan fijan metas cuantitativas referidas al crecimiento de los agregados monetarios. El anuncio del Presidente Pascale mantiene al BCU dentro de ese núcleo selecto.

En la misma ocasión también formuló declaraciones el Presidente del Banco de la República, Cr. Federico Slinger. Ellas trasuntaron una concepción económica muy distinta de las que informaron las expresiones del Presidente del BCU.

El Cr. Slinger manifestó que, en lo sucesivo, el BROU no efectuará préstamos en monedas extranjeras excepto a aquellas empresas que puedan generar ingresos en la misma moneda, lo que prácticamente significa restringir tales colocaciones a los exportadores.

Hay razones excelentes para sentir semejante objetivo. En primer lugar, supone nada menos que librar del riesgo cambiario a una amplia gama de agentes económicos; consiguiendo reducir el costo de sus operaciones. En segundo lugar, implica una atenuación del grado de dolarización de la economía. Hay fuertes indicios de que las economías de moneda dual adolecen de menor estabilidad que las que emplean una moneda singular.

Al mismo tiempo, hay graves inconvenientes para adoptar esa meta. No es admisible desde el punto de vista bancario que la mezcla de monedas de los activos de una institución difiera marcadamente de la mezcla de moneda en sus pasivos. En el primer cuatrimestre de 1985 los depósitos en dólares del BROU aumentaron alrededor de cuatro veces lo que sus depósitos en pesos.

No se aprecia cómo el BROU podría desarrollar una política de colocaciones que no tuviera en cuenta ese hecho. Si los préstamos en pesos conforme a la regla anunciada por el Presidente Slinger excedieron

de los depósitos en esa moneda, el Banco tendría que tomar (al menos marginalmente) una posición vendida en dólares. Puesto que es notorio que el BROU coparticipa en la función bancocentralista en el Uruguay, en ello estaría implícita una intervención oficial en el mercado de cambios contraria a la política monetaria anunciada por el BCU. Ello sin contar con que el riesgo cambiario no se eliminaría, sino que sencillamente se transferiría de ciertos prestatarios a la comunidad en conjunto.

El Cr. Slinger también hizo saber al público de su preocupación por la altura de las tasas de interés, la que más tarde tuvo expresión en una reducción de las tasas activas de la institución que preside. El Cr. Slinger expresó que las tasas de plaza son excesivas en relación a la inflación esperada.

Presumiblemente, se refirió a la inflación esperada por él, o por las autoridades monetarias, o por los círculos gubernamentales. No hay razón imaginable por la cual las tasas pudieran hallarse a la altura en que se encuentran, a no ser por las expectativas de inflación que tiene el mercado. Al contrario, es sabido que desde 1983 existe un techo para las tasas activas del sistema, y no cabe duda de que las tasas del mercado serían mayores aún a no ser por ello.

En otras palabras, el BROU, a través de su Presidente, está anunciando a cabo una política monetaria en torno a objetivos encarnados en las tasas de interés, y en cierta medida poniéndola en práctica. Simultáneamente, como señalábamos al comienzo, el Presidente del

BCU sentaba metas referidas al crecimiento de los agregados monetarios. Tal parece que las dos mitades de la banca central uruguaya están intentando moverse en direcciones diametralmente opuestas.

No se pueden controlar los agregados monetarios si se pretende fijar las tasas de interés.

El BROU tiene depósitos en el BCU del orden de la magnitud de la base monetaria —por lo que llamarle "la mitad de la banca central" no es hiperbólico— y si actuara en función de las metas que ha anunciado su Presidente, las que ha anunciado el Cr. Pascale no serían alcanzables.

¿Cuál de los dos está en la posición correcta? La respuesta depende del criterio que se emplee para responder.

En el Uruguay de hoy hay un doble criterio posible. Uno es el criterio tomado de la ciencia económica. Según señalamos al comienzo, hoy en día los economistas en todo el mundo mayoritariamente prefieren las metas a que el BCU se ha comprometido. El otro es el criterio de la concertación. "Correcto" en tal sentido significa lo mismo que "concertado". Es posible que fijar el incremento de M1 tenga menos que ver con la Concertación Nacional que establecer tasas de interés reales francamente negativas para la opinión del mercado. Pero nosotros no podemos menos que preguntarnos si alguien cree que aquel desordenado ejercicio preelectoral puede realmente haber compuesto la partitura que ahora el gobierno no tiene más tarea que ejecutar. De ser así, debemos prepararnos para una audición decididamente cacofónica.