

EDITORIAL

Alternativas de política monetaria

Hay dos arquetipos de política monetaria: uno es el de tipo de cambio fijo; el otro, el de tipo fluctuante. El primero se da cuando el banco central ofrece comprar y vender divisas a un determinado precio (así ese precio cambie todos los días). Lo esencial es que el valor de la unidad monetaria nacional resulte fijado por la autoridad estatal, en términos de una moneda; digamos, el dólar. A largo plazo, si la economía no está demasiado cerrada, el nivel de precios domésticos, medido en dólares, se equiparará con el mundial en la misma moneda. Diremos entonces que rige la **paridad de poderes de compra** (PPC).

En el sistema de tipo de cambio fluctuante el precio del dólar lo fija el mercado. A veces se sostiene que este régimen es más "liberal" que el de tipo de cambio fijo, pero no es así, pues en él la autoridad fija la cantidad de dinero (al menos la cantidad de dinero-base, o M0, que se supone vinculada con la oferta monetaria, M1 o M2, a través de un factor relativamente estable, que llamamos **multiplicador monetario**). Un sistema realmente liberal sería uno en que el gobierno se retirara del campo monetario, como hace en Panamá, pero eso no es lo que nos interesa comentar en esta ocasión.

El sistema de tipo fijo y el de tipo fluctuante representan un mismo grado de intervención estatal. En el primero la autoridad fija el precio del dinero (a través de su inverso, el tipo de cambio) y en el segundo fija su cantidad. Todo monopolista enfrenta esa clase de opción: o fija el precio de su producto, y entonces el mercado decide cuánto va a comprar, o fija la cantidad que va a colocar, y deja que el mercado le fije el precio. El estado, monopolista del dinero doméstico, representa un caso típico de esa opción.

¿Cómo se combate contra la inflación dentro de cada uno de estos dos regímenes? En cada uno, de dos maneras distintas: o bien gradualmente, o bien por medio de un tratamiento de choque. Tenemos, pues, un cuadrilátero de arquetipos que acota cualquier opción de política monetaria para atacar la inflación:

(1) **Tipo de cambio fijo con gradualismo.** Se ententece el ritmo de las devaluaciones, suponiendo que, a través de la PPC, los precios van a moverse más lentamente.

(2) **Tipo de cambio fijo con choque.** Se fija de una vez por todas el tipo de cambio, y se supone que, vía la PPC, el país pasa a tener la tasa de inflación mundial en dólares.

(3) **Régimen de fluctuación con gradualismo.** Se ententece progresivamente la tasa de crecimiento de M0, y por esa vía la de la oferta de dinero. Se prevé que la tasa de crecimiento de los precios acompañará el amortiguamiento de la tasa de crecimiento monetario, tanto más rápido cuanto mayor sea la credibilidad de la política.

(4) **Régimen de fluctuación con choque.** Se aplica un frenaje violento a la máquina impresora de billetes: si, por ejemplo, M0 estaba creciendo a razón de 4% al mes (caso semejante al de Uruguay en los últimos tiempos) pasa a crecer 2% al año. Es decir, a los efectos prácticos, se detiene la emisión.

¿Bajo qué condiciones reales un país puede frenar su inflación, hasta cero o hasta el nivel internacional actual, de alrededor del 5% a año? Bajo la condición de no

depender de la emisión para pagar el presupuesto. (No olvidar que la inflación es un impuesto).

Una razón para optar por el gradualismo puede consistir en que el déficit fiscal sólo se va reduciendo, a su vez, gradualmente. Otra razón puede consistir en el temor a que el ajuste a un régimen de baja inflación de la noche a la mañana pueda ser doloroso (**temor al síndrome de abstinencia**).

¿Dónde estamos en la actualidad en el Uruguay con respecto a estos puntos de referencia?

El primer punto consiste en saber si tenemos realmente una política antiinflacionaria que ubica en ese sistema de coordenadas.

La respuesta es incierta. La tendencia declinante del déficit agregado del sector público, que debía bajar a 4.9% del PBI este año, contra el 7.5% que había registrado en 1985, según datos difundidos por el Presidente del Banco Central, autorizaría una respuesta afirmativa. La facilidad con que el Presidente de la República aceptó el aumento a los pasivos del 107.7% —sin jugar la carta decisiva de la inconstitucionalidad de la ley respectiva— indicaría lo contrario. Hoy en día ni siquiera sabemos en cuánto estiman las autoridades su déficit fiscal agregado. Presumimos que el progreso respecto al año pasado ha quedado gravemente recortado, pero no ha desaparecido del todo. Y esa presunción nos conduce a concluir que, pese a todo, alguna política inflacionista existe.

Procuremos, entonces, clasificarla. Hay un punto que no ofrece dificultades: la política ciertamente no es de choque, sino de un gradualismo extremado.

Resta ubicarla entre los arquetipos de régimen de tipo de cambio: fijo o fluctuante. Nominalmente o, si se quiere, jurídica e institucionalmente, se trata de un sistema de tipo de cambio fluctuante, porque ninguna autoridad anuncia el precio a que comprará y venderá dólares. En teoría —una teoría basada en los rasgos institucionales del sistema— el precio lo fija el mercado. En la práctica no es así, y en una teoría que atienda a los rasgos económicos de la situación, tampoco.

Como señalábamos hace un instante, una política antiinflacionaria de tipo de cambio fluctuante funciona sobre la base del control monetario, a través de una expansión cada vez más lenta del dinero-base. Como no está obligada a comprar ni vender divisas, la autoridad monetaria expande sus pasivos (M0) sólo a través de operaciones de crédito. Si, en esas circunstancias, el déficit fiscal está bajo control, también lo estará el crecimiento del crédito doméstico de la autoridad monetaria, y por ende M0.

No es lo que ocurre en el Uruguay en la presente coyuntura. En lo que va de 1986 el BCU ha realizado una adquisición neta de reservas del orden de 150 millones de dólares, de la cual ha monetizado —emitido para financiar la compra— una suma cercana a los 100 millones. Lo que por sí solo ha determinado que M0 creciera a bastante más del 4% mensual, cuando las metas oficiales habrían impuesto un techo de 3.5% y —lo que es más significativo aún— cuando el déficit fiscal y su financiación habrían resultado perfectamente compatibles con una tasa mucho menor.

¿Para qué emite el Banco Central? Para comprar

reservas. ¿Lo hace porque desea incrementar su stock con ellas? No, lo hace porque ello se le impone como consecuencia de su intervención en el mercado de cambios, orientada hacia preservar una tasa compatible con la rentabilidad de los negocios de exportación. Indiscutiblemente, se trata de una situación típica de un régimen de tipo de cambio fijo.

¿Qué inconveniente hay en ello? La discordancia entre la teoría institucional y la práctica económica ciertamente no es el inconveniente. La falta de progreso hacia la meta antiinflacionaria comienza a ser una dificultad; pero el problema, realmente, está en otro lado: concierne a la dinámica del sistema.

¿Por qué tiene que comprar dólares el BCU? Porque los agentes económicos quieren pesos. ¿Y por qué quieren pesos? ¿Acaso para mantener mayores saldos reales de caja, en un contexto de expectativas de inflación progresivamente amortiguada? No. Si así fuera, la tasa de inflación no persistiría, menos aún tendería a acelerarse. Los agentes quieren pesos para colocarlos, porque —dada la política cambiaria, que ellos perciben como de tipo de cambio fijo, implicando una paridad lentamente deslizando— les resulta más atractivo tener activos financieros en pesos que activos financieros en dólares. Por tanto traen dólares al país, y con ellos, vendiéndoselos al BCU, se procuran depósitos bancarios en pesos, que confían les serán redituables, dada la tasa cambiaria que esperan haya de regir al vencimiento de sus depósitos. Por tanto su comportamiento, al suscitar un crecimiento de la oferta de pesos, realmente la inflación, impide con ello la caída de las tasas de interés en pesos hasta el nivel en que fuera indiferente tener depósitos en dólares o en pesos, y asegura la continuación del flujo de entrada de dólares. Hasta que, por alguna causa —un shock externo cualquiera— la burbuja estalle.

El problema teórico es por qué la convergencia de los precios y las tasas de interés hacia niveles consistentes con la tasa de depreciación del peso implícito en la política se retrasa tanto. La respuesta práctica parece ser que en el Uruguay, dadas sus características, dado el nivel de su inflación, la política gradualista con tipo de cambio fijo es un sistema muy peligroso, que convendría evitar. Es la lección que nos legó la época de la tablita —tan mal comprendida por motivos extraeconómicos— y de la cual nadie está interesado en presenciar una repetición.

Tal parece que, en el cuadrilátero de políticas antiinflacionarias posibles, los gobiernos uruguayos gravitan compulsivamente hacia el vértice "gradualista con tipo de cambio fijo". Nosotros diríamos que es como elegir el Triángulo de las Bermudas para pasear en un velero. Urge considerar las alternativas de choque, una de las cuales el país ensayó con éxito en 1968-70, y la alternativa de gradualismo con tipo libremente fluctuante, que todavía nunca se intentó.

Estamos sugiriendo que el imperativo fundamental es no tropezar otra vez con la misma piedra. Pero la exploración del cuadrilátero de políticas antiinflacionarias debemos posponerla para una próxima oportunidad.