

Director Responsable:
Ramón Díaz.

Editor:
Danilo Arbilla.

Directorio: Ramón Díaz, Manfredo Cikato, Pablo Fossati, Ramiro Rodríguez Villamil y Danilo Arbilla.
Columnistas: Daniel Gianelli (política) y Jorge Caumont (economía).

Secretario de Redacción: Miguel Arregui.

Información política: Claudio Paolillo (jefe), Gerardo Maronna, Alfonso Lessa, Luis Casal Beck, Alvaro Amoretti, Nelson Fernández.
Información general: Alejandro Noguera (jefe), Efraín Mannise, Alvaro Giz, Gabriel Recarte, Claudio Romanoff, Mónica Bottero.

Reportajes especiales: César di Candia.

Indicadores económicos: Roberto Paullier (coordinador), Javier de Haedo (columnista), Carlos Mermot, Gustavo Michelin, Julio De Brum, Lorenzo Helguera y Gabriela Inciarte.
Información internacional: Yanina Olivera - Servicios especiales de "The Washington Post", "Los Angeles Times", "The Guardian", DPA, ANSA y AFP.
Cultura y espectáculos: Sergio Lacuesta (coordinador), Rodolfo Fattoruso y Barret Puig (columnistas), Jorge Castro Vega (teatro), Alvaro Sanjurjo Toucon (cine) y Enrique Hetzel (jazz).
Medicina: Jean Richerd.
Deportes: Mauricio Fernández Reyes.
Columnista: Juan Carlos Paullier (fútbol).
Humor: Kid Gragea, Aldo Cammarota y Leslie.
Archivo: Florencia Herrera.
Fotografía: Milton Cea.
Diagramación: Nelson García Serra.
Corresponsales: Pablo Montaldo (Brasil) y Zelmar Lissardy (Argentina).
Administración: Alfredo Bianchi Varela.

Búsqueda 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 Av. Uruguay 1023, tels.: 906435, 906376, 906337 y 905664. Montevideo, Uruguay. Las opiniones vertidas en los artículos son de exclusiva responsabilidad de los autores. Precio de venta \$ 400. Impreso en Talleres Gráficos de Impresora Polo Ltda. Paysandú 1179. Tel.: 920452-60. D.L. N° 40.172. Distribución: Pa-papito.

Por Ramón Díaz

El pasado fin de semana se conocieron las medidas monetarias integrantes de la batería antiinflacionaria anunciada por el gobierno días antes. Suben dos puntos las tasas de las letras, un punto los encajes, y se fijan ciertos topes de carteras al BROU, tanto en materia de crédito social como de crédito a las empresas para el pago de aguinaldos.

Ante todo salta a la vista la profunda escisión que separa a las dos primeras medidas —tasas de interés y de encaje— respecto de la tercera, que introduce intervenciones selectivas en las carteras de una entidad en particular. Pertenecen a dos estilos totalmente diversos de política bancocentralista: las primeras a un estilo liberal, la última a un estilo dirigista. Como todos los antecedentes indican que el estilo natural de nuestro Banco Central, con su dirección actual, es el primero, la presencia del segundo estilo le hace a uno pensar hasta qué punto nuestra política monetaria ha pasado a estar condicionada por la peculiarísima estructura de nuestro sistema financiero.

Hoy en día, según declaraciones de directores del BROU en comisiones parlamentarias, esa institución y sus satélites de reciente incorporación representan en conjunto el 75 % del sistema. Respecto de esas tres cuartas partes las medidas de la primera clase son enteramente nugatorias. En materia de encaje tenemos que el BROU, dada su participación en la política bancocentralista, lo posee en grado superlativamente excedentario, mientras que entre los satélites se dan una variedad de circuns-

Ante el recrudecimiento de la inflación

Demasiado poco demasiado tarde

tancias, pero no sería infundado afirmar que a su respecto los encajes mínimos poseen naturaleza voluntaria u opcional. En cuanto a las tasas de interés, ciertamente no tienen influencia apreciable sobre el comportamiento financiero del BROU, ya que esta institución carece de fines de lucro, y de hecho coloca sumas enormes en el BCU a tasas inferiores al costo marginal de sus propios fondos.

Lo que puedan significar en la práctica las medidas aplicables directamente al BROU no es fácil de predecir. La teoría económica ayuda poco para ello, y en su lugar se precisaría un conocimiento de la estructura patrimonial de la entidad y de sus relaciones de todo orden con el BCU probablemente inaccesibles a todos menos los de casa. Una cosa me parece clara: si estas medidas, como todas por lo general en este ámbito, procuran un efecto psicológico general, es sumamente difícil que lo alcancen. Al contrario, su presencia en la batería tiende a hacer pensar que la coordinación entre BCU y BROU es de hecho menor que lo que los agentes en general solían creer.

Pasemos a considerar las medidas que poseen carta de ciudadanía en la política monetaria ortodoxa. A su respecto conviene distinguir entre efectos buscados sobre la oferta de dinero y sobre su demanda.

En materia de oferta, la política monetaria habitualmente presupone ciertas metas sobre los agregados monetarios principales, sobre todo aquellos que representan los activos líquidos domésticos conservados por los agentes privados no bancarios, tales como M1 y M2. En tal sentido la política procura influir sobre el nivel de estos **stocks**, bien haciéndolo directamente sobre la base monetaria, o M0, a la que M1 y M2 están vinculados a través de sendos multiplicadores monetarios, o bien, alternativamente, persiguiendo actuar sobre el tamaño de los multiplicadores.

Así, por ejemplo, la elevación de las tasas de interés sobre las letras de regulación monetaria procura deprimir la tasa de crecimiento de M0 —base, o pasivos monetarios del Banco Central— al incentivar a las entidades para que devuelvan al BCU el dinero que aquél emite y que les llega bajo forma de depósitos de agentes privados. Alternativamente, la elevación del encaje busca reducir el tamaño del multiplicador, al requerir de los bancos privados que retengan una fracción mayor de los depósitos que reciben, en lugar de verterla al crédito.

Hace bastantes años que Milton Friedman demostró que la manipulación de los encajes representan un método ineficiente de practicar política monetaria. En nuestro contexto sus defectos

asumen tal vez mayor realce que en el caso general. Al aumentar el costo marginal de los fondos para los bancos, la elevación de los encajes mínimos empuja al alza las tasas activas —lo que representa el **costo** de la política; sin influir sobre las tasas pasivas, salvo tal vez a la baja, con lo que se pierde el **beneficio** de la política en términos de incentivar la tenencia de activos expresados en moneda nacional. Aparentemente hay un beneficio fiscal a contabilizar, puesto que el Banco Central recibe un préstamo aparentemente gratuito de la banca privada, pero como —si se me permite citar nuevamente a Friedman— en realidad no hay almuerzos gratis, lo que de hecho está implícito es un impuesto oculto a los usuarios de crédito recaudado por el Banco Central. Naturalmente, las cosas se agravan, y mucho, si es cierto aún que, como las autoridades del BROU informaron hace algunos meses, entre los bancos adquiridos por aquél los hay que no cumplen los requisitos de encaje, ya que entonces la presente medida poseería la implicación, que no sabría como calificar, de intensificar una ventaja competitiva totalmente ilegítima e irregular.

Paso a ocuparme de los efectos presuntos de las medidas sobre la demanda por dinero, área que en mi opinión resulta crucial en la presente coyuntura. Según la interpre-

tación que ya he vertido en esta columna anteriormente, el principal factor del recrudecimiento de la inflación fue la represión de las tasas de interés después que el sistema de minidevaluaciones —al cual las autoridades, sin ninguna razón imaginable, siguen calificando de flotación sucia—, a partir de mediados de 1987 aceleró la tasa de devaluación, llevándola de 45 % anual a principios de 1987 hasta el entorno de 60 % al final. Una tasa de devaluación más rápida habría requerido una tasa real de interés mayor, como contraincentivo para que los agentes locales estuvieran dispuestos a mantener el nivel anterior de sus saldos reales de caja. La renuencia de las autoridades a enfrentar esta realidad me parece suministrar la principal explicación de lo acontecido.

La actual elevación de dos puntos en la tasa de las letras no cambian la situación. Me parece claro que una tasa del 81 % deja aún abierta una importante brecha, pues creo percibir que la tasa de devaluación ha subido —como era inevitable— hasta el entorno del 70 %, en cuyo caso, con un LIBOR del 9 %, ya estamos en una tasa de arbitraje del 85 %. Como en la anterior elevación de cuatro puntos, las autoridades sólo consiguen ir a la zaga de los acontecimientos. Han perdido por completo la iniciativa, y cuando al fin se deciden, tímidamente, a actuar, los acontecimientos ya piden una intervención mayor. La dirección del movimiento en la última ocasión es sin duda correcta, pero, como el título indica aquél llega demasiado tarde, y no va suficientemente lejos.