

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 Nogueira (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 Michelín, 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 inscripta 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 N\$ 400. Impreso en Talleres Gráficos de Impresora Polo Ltda. Paysandú 1179. Tel: 920452-60. D.L. N°. 40.172. Distribución: Pacapito.**por Ramón Díaz**

Hace ya algún tiempo que he estado escribiendo artículos bajo el encabezamiento "Ante el recrudecimiento de la inflación", como él indica muy comprometidos con nuestra coyuntura y específicamente con la reaceceleración que la inflación ha experimentado este año en nuestro país. Sin abandonar por completo este enfoque, he llegado a la conclusión de que se impone examinar los principios que la presente Administración ha adoptado en materia de política monetaria, en lugar de seguirnos fijando en la forma en que esos principios van siendo manejados. Como quien dice, pasaríamos de un ejercicio de táctica a otro de estrategia. La finalidad de una revisión de esa índole, sin dejar de tener en cuenta la posibilidad de que el discurso al respecto ayude a las autoridades actuales a remodelar su política para el trecho nada insignificante que aún les resta por recorrer, tiene particularmente presente el debate que idealmente debería suscitarse en el marco de la futura campaña electoral sobre temas tan importantes para el bienestar del país.

Por más que pueda resultar superfluo para muchos lectores, me propongo comenzar definiendo términos y demarcando límites. El adjetivo **monetario** se corresponde con los sustantivos **dinero** y **moneda**, que son sinónimos entre sí. El dinero está compuesto por activos que, o bien representan obligaciones del Banco Central, o bien son convertibles en activos que sí las representan: a saber, billetes emitidos por dicha institución y depósitos a la vista en ella, básicamente de bancos comerciales. Esos activos que representan directamente obligaciones del Banco Central se denominan en conjunto **base monetaria**, o **MO**. Sobre esa base se estructura la **oferta de dinero**, compuesta por el efectivo en poder del público (parte de la base) y los **depósitos bancarios** de los agentes económicos privados. Según que en el rubro depósitos computemos so-

Política monetaria:**Régimen cambiario**

lamente los depósitos a la vista (movilizables por cheques) o incluyamos asimismo los depósitos a plazo, tendremos respectivamente un concepto restringido de la oferta monetaria, o **M1**, o un concepto amplio. Llamado **M2**. Estas **M's** no son las únicas que hay, pero para nuestros fines serán suficientes.

La política monetaria tiene que ver estrechamente con estos activos, y más concretamente tiene que ver con la determinación de su precio o su cantidad. Aunque las **M's** —o agregados monetarios, como suele llamárselos— son según vimos diferentes unas de otras, todas están compuestas de las mismas unidades, que en nuestro país se llaman Nuevos Pesos. El precio del dinero uruguayo es igual a la cantidad de dinero por la cual se canjea la unidad que lo compone, definición que sirve para cualquier mercancía. Por ejemplo, si nos atenemos a la moneda de los EE.UU. como medio de pago, el precio del dinero uruguayo actualmente se sitúa alrededor de 2,2 milésimos de dólar. Entre nosotros, aunque no en Inglaterra, es más frecuente usar el inverso del precio del dinero como su **tipo de cambio**, o sea la suma de (aproximadamente) N\$ 450 por dólar.

Por más que el tipo de cambio sea el inverso del precio del N. peso, es obvio que si el gobierno, o un ente público actuando por su cuenta, como el Banco de la República (BROU), fija el tipo de cambio, fija también directa y necesariamente el precio de nuestro dinero. Es interesante apreciar esto porque, como el lector menos experto adivinará, la política monetaria tiene siempre objetivos tales como preservar el valor de la moneda, o impedir que él caiga demasiado rápido, y —de manera mucho menos frecuente en la historia monetaria mundial— aumentar ese valor.

La política monetaria es, pues, una actividad gubernamental dirigida, en tesis general, a estabilizar el valor de una mercancía, y sigue básicamente los mismos métodos a que recurren las autoridades encargadas de administrar el valor de algún producto básico. Digamos, el estaño. La autoridad puede comenzar fijando el precio del estaño, en cuyo caso, para que ese precio que ella ha fijado rija efectivamente, deberá vender estaño a ese precio a quienes se lo demanden, o comprárselo a quienes se lo ofrezcan. Si la autoridad posee un **stock** aceptablemente grande de estaño, por si le quieren comprar mucho, y un **stock** aceptablemente grande de dinero, por si le quieren vender mucho, y por supuesto si ha comenzado fijando el precio inicial con sentido realista, este precio podrá ser mantenido durante mucho tiempo. Alternativamente, la autoridad puede intentar fijar la cantidad —por ejemplo, organizando un sistema de cuotas de producción a las que todos los mineros tengan que atenerse— y dejando que el mercado fije el precio del estaño.

Con la política monetaria sucede algo parecido. La autoridad monetaria —concepto sincrético dentro de cuyo contenido en el Uruguay debemos considerar incluidos al Presidente de la República, a su Ministro de Economía, y a los dirigentes de las dos entidades que comparten el papel de banco central, a saber el Banco Central del Uruguay (BCU) y el BROU— puede fijar el precio del dinero, que de hecho debe fijarse en términos de otra moneda (antaño también de oro) y luego debe comprar y vender la mercancía que administra al precio que ha fijado. Este es el sistema llamado de **tipo de cambio fijo**. Como en seguida podrá apreciarse mejor, la fijeza no es necesariamente extendida en el tiempo. Basta que la autoridad

monetaria fije el precio, aunque lo cambie a diario. Alternativamente, la autoridad monetaria puede fijar la cantidad, u oferta, de dinero, y dejar que el mercado fije el precio. O sea el tipo de cambio. Este sistema es el que se conoce como de **tipo de cambio fluctuante**, o flotante.

Esta alternativa entre fijar el precio y la cantidad da lugar a dos paradigmas en materia de sistemas monetarios. Quiero decir dos polos, el de tipo de cambio fijo y el del tipo fluctuante, uno blanco otro negro. Hay también una vasta y vastamente matizada zona gris, pero conviene fijar primero la atención en los dos casos polares. Comencemos enfocando el caso del tipo de cambio fijo.

Si es factible, el tipo de cambio fijo tiene grandes ventajas. Si en el exterior, y en la moneda en que el precio de la propia ha sido fijado, no hay inflación, la estabilidad se transmitirá al propio territorio. Más, cuanto más abierta al comercio esté la economía, pero salvo casos extremos de clausura, apreciablemente. Es decir, ningún factor podrá hacer que el nivel de los precios internamente suba sostenidamente, si los agentes pueden comprar bienes a precio fijo en el exterior e importarlos. Al mismo tiempo, el sistema es sumamente exigente respecto de la disciplina fiscal y monetaria que debe ejercitarse mientras él rija. Si la autoridad monetaria transgrede esta norma, los agentes venderán al banco central la moneda doméstica (le comprarán divisas) y eventualmente las reservas se agotarán y habrá que decretar tipo fluctuante.

Este sistema es menos exigente en materia de disciplina. Si la autoridad emite en exceso, los agentes no pueden cambiar la moneda doméstica por reservas a un precio fijo. Sólo pueden pasársela de mano en mano, como la falsa moneda que en realidad

viene siendo, con lo que su precio se va a las nubes.

Estos son los paradigmas, los términos de referencia. ¿Dónde estamos nosotros? La autoridad monetaria dice que tenemos un tipo de cambio fluctuante, pero sucio. Es decir, se sitúa en la zona gris, pero cerca de la flotación. Es una flotación con intervención. Pero si la intervención es muy intensa, a través de los distintos matices nos acercamos al polo opuesto. Es lo que veremos que ocurre entre nosotros: en realidad estamos mucho más cerca del polo del tipo de cambio fijo que del opuesto.

La autoridad fija el tipo de cambio, últimamente casi todos los días hábiles. Eso no está intrínsecamente bien ni mal. Pero hay que observar cómo cambia el precio de la moneda nacional, con qué ritmo, en base a qué criterio. La autoridad manifiesta que lo hace comparando nuestra inflación con la de un conjunto de países, moviendo el tipo de cambio de modo que la relación entre el poder de compra de nuestra moneda y las otras permanezca estable. Eso, ¿es correcto? En una próxima ocasión voy a fundamentar mi opinión contraria a esa tesitura.

Otra pregunta pertinente es: ¿por qué interviene tan intensamente en el mercado la autoridad monetaria? Una respuesta que ésta ha expresado reiteradamente es que lo ha hecho para evitar la sobrevaluación de nuestra moneda, es decir, para que su precio no subiera indebidamente, de modo que los exportadores uruguayos perdieran competitividad. Es preciso entonces analizar si podría efectivamente suponerse que ése sería el resultado de una flotación limpia.

He aquí, pues, una agenda esbozada: (i) ¿Qué clase de sistema tenemos? (ii) ¿Cómo debe evaluarse el método seguido entre nosotros para ajustar el tipo de cambio? (iii) ¿Qué podría esperarse de una alternativa de flotación limpia o casi limpia? Mi propósito es que esta agenda guíe la temática de esta columna en las próximas semanas.