

la columna DE RAMÓN DÍAZ

SOBRE ESTO Y AQUELLO

Para que pueda hablarse de flotación libre es imprescindible que todas las transacciones que se registran en el mercado de cambios sean ajenas a la intervención del banco emisor

El misterio del tipo de cambio

Me mueven a escribir estas líneas un par de notas aparecidas en *El Observador* el 28 y 29 de agosto a propósito de la apreciación del peso en el mercado de cambios, que el cronista registra concienzudamente, pero sin dejar de traslucir su sorpresa en cuanto a que el precio del dólar haya podido acumular un descenso importante en agosto y llegara a situarse 2,22% por debajo del cierre de 2003. Al día siguiente el periodista acota que a partir de julio "el Banco Central se retiró de las compras [de dólares] por licitación, anunciando que no volverá a entrar en el mercado de cambios." Y, a continuación, de lo declarado por la autoridad monetaria infiere que con ello "se tendería a perfeccionar el régimen de flotación libre." En cierto sentido correctamente porque, en efecto, un sistema de "flotación libre" se configura precisamente por la abstención del Banco Central de intervenir en el mercado de cambios. O sea que la demanda y la oferta de divisas se circunscribe a la demanda de moneda extranjera, limitándose el control de la autoridad monetaria a la expansión o contracción de la base monetaria, tratándose por consiguiente de un método típicamente indirecto. Supongamos que el precio del dólar sube más allá de lo que autorizan las metas del Banco Central. Este no puede contrarrestar ese movimiento vendiendo dólares; solamente puede contraer la oferta de moneda doméstica vendiendo letras en pesos, con el resultado adicional de elevar la tasa de interés para obligaciones en pesos, por tanto estimulando la demanda por la moneda nacional, vuelta al mismo tiempo más escasa.

Però esto no me parece ser lo que está aconteciendo ante nuestros ojos. El Banco Central podrá decir que no vende dólares específicamente para restringir su alza, pero no puede decir que no interviene en el mercado de cambios. Consideremos estos otros datos vertidos por las mismas notas de este diario. Leemos allí que en los 12 meses [a julio] el gobierno central tuvo un cierto superávit primario pero que,

teniendo en cuenta el pago de intereses que se devengaron entre tanto, el resultado fue negativo. Dichos intereses debieron pagarse en la moneda de la deuda, que es el dólar, por tanto el Banco Central, en su carácter de agente financiero del gobierno, debió intervenir en el mercado de cambios efectuando pagos en esa divisa por cuenta del gobierno. Para que ello no aconteciera habría sido necesario que el gobierno le entregase al Banco Central los pesos equivalentes a los dólares que debió pagar en su nombre, en cuyo caso, habría hecho una operación por cuenta ajena (compra de dólares por cuenta del Banco Central y pago de intereses debidos por este con ese producido), lo cual sería compatible con el régimen de flotación libre del peso. En cambio de ello, y si es un hecho que durante el lapso en cuestión el BCU no compró dólares, tiene que haberle prestado dólares al gobierno, proveniente de sus reservas, lo cual es una operación que incide sobre el valor de la divisa y es incompatible con la flotación libre del peso.

Para que pueda hablarse de flotación libre, insistiré, es imprescindible que todas las transacciones

que se registran en el mercado de cambios sean ajenas a la intervención del banco emisor. Si el Banco Central hace frente a las obligaciones del gobierno con sus reservas de divisas, obviamente está impulsando al alza su cotización. Por consiguiente no tiene

¿Hasta cuándo puede mantenerse la política actual? Mientras el BCU conserve un stock suficiente de reservas internacionales

nada de extraño que el precio del dólar baje, pese a que el gobierno es un demandante neto de dicha divisa, porque la demanda neta de dólares del gobierno se compensa con una oferta neta del Banco Central.

¿Cuál es, entonces, el sistema cambiario que rige en la actualidad? Un régimen de cambio fijo no lo es, obviamente, porque la autoridad monetaria no establece un precio para el dólar ni ninguna otra moneda extranjera, pero se trata de una flotación "sucia", sobre la cual influye el ofertar

dólares en préstamo al gobierno, que naturalmente se confunde en las compras y ventas que se celebran en el mercado. Si el Banco Central dejase de proporcionar dólares en préstamo al gobierno para el pago de las obligaciones derivadas de la deuda externa, se advertiría muy claramente la diferencia, a través de una depreciación del peso, que la política actual está evitando.

¿Hasta cuándo puede mantenerse la política actual? Sin lugar a dudas, mientras el BCU conserve un stock suficiente de reservas internacionales. Hay una diversidad de factores por los cuales estas pueden fluctuar, pero el egreso de fondos por pagos de intereses, eventualmente de principal, de la deuda externa, indicaría el límite de la política actual. Es preciso tener en cuenta que la posición de reservas del BCU quedó débil después de la crisis de 2002. Por "reservas internacionales" se entiende —conforme a la definición de FMI, generalmente aceptada— la existencias de divisas en el BCU menos las deudas a corto plazo con no residentes. Los bancos que operan en el país optan por mantener sus fondos líquidos en el país en depósitos con el BCU.

Este, sin embargo, no tiene en cuenta las deudas con residentes, como acabo de consignarlo. Si los bancos que operan en plaza optasen por retirar sus depósitos, o parte sustancial de ellos, la situación del BCU quedaría comprometida y, ciertamente, la política actual tendría que reverse forzadamente. Mientras tanto, y sin más trámite, el BCU debería exigir a la Tesorería la entrega de pesos correspondientes a los dólares que tuviese que pagar en su carácter de agente financiero del gobierno, y salir al mercado de cambios a comprar las divisas requeridas para el cumplimiento de la obligación exigible. Con lo cual la paradoja de que un gobierno deficitario, en lo fiscal y en lo internacional, puede satisfacer sus obligaciones internacionales al tiempo de ver su moneda fortalecerse en el mercado de cambios.

¿Podría el BCU exigir al gobierno la contrapartida en pesos de cualquier importe en moneda extranjera que tuviese que pagar en su calidad de agente financiero? Pienso que sí, porque la condición de agente financiero tiene carácter contractual, entre el Poder Ejecutivo y el BCU, y menos debe existir el deber del agente frente al principal de prestarle en moneda extranjera. Si el préstamo fuese en pesos, toda la dificultad quedaría resuelta.

Recurriendo a mi memoria, relativa de la gestión ya lejana que cumplí en el BCU, había obligación del BCU de prestarle moneda extranjera al gobierno, debido a que la contabilidad de aquel incluía cuentas acreedoras del gobierno, derivadas de compras de carteras fuertemente deficitarias, que el BCU había aceptado años atrás, presuntamente bajo presión. El directorio que integré logró que el Parlamento redujera ese saldo, pero no que lo eliminara, como correspondía, de modo que el gobierno podía retirar dólares del BCU en base a la disponibilidad de sus cuentas. Presumo que, al aprobarse la Carta Orgánica del BCU, aquella distorsión quedó resuelta. Y si no quedó, y el BCU está obligado a prestar dólares al gobierno, semejante absurdo debería quedar resuelto de inmediato.

