

Cómo se define la política monetaria actual

por Ramón Díaz

He leído con mucho interés la conferencia que el Cr. Ricardo Pascale pronunció bajo los auspicios de "Gufa Financiera" el 7 de noviembre, y que ha sido difundida en una **separata** de dicha publicación.

Bajo el título "Aspecto de la reciente evolución monetaria" el Presidente del Banco Central se ocupó principalmente de los logros alcanzados por la nueva Administración en materia monetaria. Señaló, por ejemplo, que al comienzo de la presente gestión gubernamental reinaba en nuestro medio un temor muy difundido respecto de un posible desborde inflacionario, y que tal percepción pudo sin embargo evitarse; que han podido colocarse los instrumentos de deuda del gobierno, letras y bonos, en mejores condiciones de interés y plazo; que las metas acordadas con el FMI, cuyo primer tramo culminó a fin de setiembre, fueron cumplidas; que hay signos de creciente confianza en la estabilidad del peso uruguayo, traducida en una fuerte demanda por depósitos en moneda nacional, pese al descenso de las tasas nominales. Etcétera. Se trata de una temática importante, y enteramente justificada. Todo lo que dijo el Cr. Pascale es cierto, y es justo y natural que un administrador que está situado precisamente en la zona del quehacer gubernamental donde las cosas van tan bien ventile esos éxitos a la luz pública.

Yo querría oír también otra conferencia, que se refiriese a los fracasos concomitantes del gobierno. Alguien que dijera: "No hemos conseguido reactivar la economía. La inversión neta sigue en niveles fuertemente negativos. La confianza que determina la demanda por depósitos en pesos debe ser de muy corto plazo, porque no alcanza para convencer a los agentes privados de que les conviene invertir sus recursos en activos reales, pese que éstos se ofrecen a precios muy bajos. La caída de la inversión, por otra parte, ha llegado a afectar seriamente a las exportacio-

nes. Pero seguimos empeñados en averiguar qué es lo que estamos haciendo mal, y qué deberíamos hacer en su lugar, para promover la recuperación. Y en cuanto lo averiguemos lo vamos a poner en práctica sin dilaciones". De veras que esta clase de conferencia me tranquilizaría mucho más que las versiones que dicen que *tout va tres bien*, y me infundirían un optimismo que hoy no siento. Pero no habría pedirle en particular al Cr. Pascale ese enfoque, porque las cosas realmente están marchando sorprendentemente bien dentro de la órbita de sus competencias.

Dicho esto sobre la temática central de la conferencia, voy a ocuparme de la parte de ella que particularmente me interesa; a saber, la que concierne a la política monetaria. El Presidente Pascale tocó este tema de manera incidental, no sistemática, pero pienso que su exposición puede ser un punto de partida para arrojar luz sobre este asunto, que suele ser muy imperfectamente comprendido, aún por el público más preparado.

■ Algunas precisiones técnicas

La política monetaria tiene dos vertientes totalmente distintas según que el sistema monetario sea de tipo de cambio fijo o de tipo de cambio fluctuante. Decimos que un sistema es de tipo de cambio fijo cuando hay una autoridad monetaria que compra y vende un determinado activo — conocido como activo patrón: patrón oro, patrón plata, patrón dólar — a precios predeterminados. Dejando en esta ocasión de lado si las autoridades hacían alguna cosa determinada bajo el patrón oro, aparte de comprar y vender oro a precios fijos, recordemos que la teoría dominante, desde mediados del siglo XVIII es que **no tenían** que hacer nada. Más concretamente, debían apenas abstenerse de inflar la circulación monetaria a través del crédito. Bajo la condición de que tal regla fuera respetada, el equilibrio del mercado monetario en

cada país se lograría a través de exportaciones e importaciones del activo patrón; lo primero en caso de exceso de oferta de dinero, y lo segundo en caso de exceso de demanda. El nivel de los precios sería común para todos los países afiliados al mismo patrón, y dependería de la oferta y la demanda del activo respectivo en tal conjunto de países. Permitiéndome ser esquemático, ya que el caso de sistema de patrón, o tipo de cambio fijo, no es el que nos concierne, y lo menciono apenas como término de referencia, diré que, **para cada país**, en tal sistema el nivel de precios es un dato que se toma del exterior, y la circulación monetaria es la incógnita que el mercado monetario debe despejar.

Hay tipo de cambio fluctuante cuando la autoridad monetaria no fija el precio de ningún activo. La consecuencia es que las monedas se vuelven recíprocamente independientes unas de otras. Ya no hay un único nivel de precios mundial (llamando "mundo" a conjunto de países afiliados al mismo patrón) sino tantos niveles de precios como países con moneda flotante. Para cada país el nivel de precios deviene una incógnita que cada mercado nacional debe despejar. Mientras tanto, los agentes privados ya no pueden influir sobre la cantidad de dinero en circulación, exportando o importando el activo patrón, de modo que la circulación monetaria deviene para ellos un dato. Quien les suministra ese dato, es naturalmente, la autoridad monetaria nacional (que antes fijaba el precio del activo patrón).

Cuando esa actividad, de determinar el monto de la circulación monetaria, se lleva a cabo de manera deliberada (no compulsiva) y conforme a objetivos predeterminados (no arbitrariamente, no según la inspiración del momento), merece entonces llamarse **política monetaria**.

Decía que no hay política monetaria si la autoridad respectiva actúa bajo compulsión. Con esto

aludo a la compulsión de la Tesorería, por ejemplo cuando ésta llama al banco central y le conmina a enviarle un blindado lleno de billetes para pagar los sueldos de los funcionarios. Bajo esas condiciones, nada inusual en vastas zonas del mundo, sencillamente no hay política monetaria. La política monetaria, si se prefiere, queda subsumida dentro de la política fiscal. ¿Qué es lo que determina la tasa de inflación en tales casos? El déficit fiscal. Este determina la expansión monetaria, y la expansión monetaria determina la inflación, pero tanto la expansión monetaria como la inflación son variables dependientes (o **endógenas**, o "incógnitas"), no independientes (o **exógenas**, o "datos").

En segundo lugar, como lo adelantaba, y como es obvio, no debemos hablar de política monetaria si la autoridad competente actúa arbitrariamente, o varía sus planes o metas con excesiva frecuencia. Cuando digo que la autoridad monetaria tiene determinada política, quiero significar que se somete a reglas, por lo general de su propia autoría. Por ejemplo, si declara que la circulación monetaria va a aumentar X % al mes. Esa sencillísima regla definiría adecuadamente una política monetaria. O, tal vez, si se tratara de una economía afectada de inflación, la regla podría convertir aquel X en una función decreciente del tiempo. Aunque le trae a uno malos recuerdos, podríamos hablar entonces de la tablita del dinero, donde tendríamos anunciada la expansión planeada de la circulación monetaria para un determinado lapso futuro.

A esta altura me veo obligado a introducir una complicación bastante seria. He estado hablando de **circulación monetaria**, o de **cantidad de dinero**, y ahora tengo que reconocer que no existen tales cosas. En lugar de un agregado monetario, hay (en lo que concierne a nuestra economía) tres. Como los tres no se comportan de manera homogénea — sus proporciones no se mantienen

constantes — no puede haber una regla sencilla como la expresada más arriba — X % de crecimiento por mes — que sea aplicable a todos ellos. ¿Qué hacer entonces? La solución más sencilla parece consistir en concentrarse en uno de los agregados para definir la política monetaria. Esto es en general aceptado universalmente. No ocurre lo mismo con el agregado que se debe seleccionar, sobre lo cual nunca ha existido consenso.

Ahora debo hacer un paréntesis para definir los tres agregados. M0, o **base monetaria**, en general se define como los pasivos monetarios del banco central (en el Uruguay surgen algunas dificultades por las funciones bancocentralistas del BROU, pero aquí las soslayaremos). Dicho más sencillamente, es la emisión. En rigor, además de la emisión se computan los depósitos de los bancos comerciales en el banco central. Una parte de la emisión regresa al Banco Central bajo forma de depósitos de encaje, que los bancos comerciales pueden convertir en cualquier momento en efectivo. Por lo tanto, como M0 está en el balance del banco central, del lado del pasivo, no puede aumentar sin que alguna contrapartida en el balance del banco central varíe a la vez. Por lo general se requiere que la institución incremente sus activos externos (reservas internacionales) o su cartera de deuda doméstica (crédito interno). Por lo tanto, el banco central está en inmejorables condiciones para controlar este agregado. Si no está obligado a comprar activos externos — lo que ocurre con tipo de cambio fijo — ni a financiar a la Tesorería, ni tiene compromisos financieros superiores a sus ingresos corrientes, ni está obligado a redescantar documentos a los bancos comerciales, de hecho puede controlar este agregado. En el Uruguay el control es parcial (el BCU tiene compromisos financieros que superan sus ingresos corrientes y además no le permiten liquidar su stock de

Como se define...

(viene de pág. 2)

oro para reducir esos compromisos) pero más allá de cierto nivel el control existe.

M1, o medios de pago, es el agregado que el sector privado no financiero usa directamente en transacciones. Es la emisión que está fuera de los bancos más los depósitos a la vista del sector privado en bancos comerciales. Todo pago se efectúa transfiriendo billetes, o saldos bancarios, lo segundo mediante cheques. M1 está hecho en parte de M0 —un 63% de M0 formaba parte de M1 en setiembre pasado, mientras que el 37% restante constituía el encaje de los bancos comerciales— en parte de una creación adicional de dinero que los bancos comerciales llevan a cabo a través del crédito. M2, o dinero en sentido amplio, está formado por M1 y los depósitos a plazo del sector privado en los bancos comerciales. Los depósitos a plazo no se usan directamente en transacciones, pero pueden convertirse con tanta facilidad en efectivo o depósitos a la vista que suelen considerarse dinero, como decíamos, en sentido amplio. Puesto que M1 forma parte de M2, por supuesto que hay algo de M0 en M2, pero naturalmente menos. En setiembre el 57% de M1 estaba compuesto por M0, mientras que solo el 17% de M2 lo estaba. El resto, análogamente a lo que vimos para M1, responde a una creación monetaria secundaria, que los bancos efectúan mediante el crédito.

Si hacer política monetaria implica controlar la magnitud de un agregado monetario, y los agregados son tres, ¿cuál elegir? Hay tres posibilidades, y todas tienen

sus defensores.

La ventaja de M0 está en el vínculo directo entre sus cambios y las decisiones de la autoridad. El inconveniente está en que el público no demanda M0, sino M1 y M2. La razón para controlar un agregado monetario está en la premisa de que el público lo demanda de manera previsible, estable, de modo que ajustando la oferta de dinero (la circulación monetaria) a un comportamiento análogamente previsible se evitan los desequilibrios en el mercado monetario. Pues bien, controlando M0 no controlamos ningún grupo de activos que el público demande (tenga) de manera directa.

M1 posee dos ventajas. Una, que el público lo demanda directamente, y otra, que es el agregado monetario más típico, el que constituye dinero por excelencia. Al mismo tiempo posee dos inconvenientes. Uno, que es un agregado pequeño. Por ejemplo, en setiembre M1 era menos de la tercera parte de M2. Si nos concentramos en el agregado pequeño, corremos el riesgo de que se nos escapen cosas importantes que pasen con el grande. En segundo lugar, no solo el banco central no posee un control directo sobre M1, como tampoco lo posee sobre M2, sino que debe basarse en el control de M0 y del "multiplicador monetario" (el cociente entre M1 o M2 y M0) control este segundo necesariamente imperfecto.

Supongamos que yo giro un cheque contra mi cuenta corriente y lo coloco en un depósito a plazo. Mi acción ha reducido M1, pero no ha cambiado M2. Análogamente, si retiro un depósito a plazo y lo deposito en cuenta

corriente, o conservo el efectivo en mi bolsillo, M2 no cambia, pero M1 sí se incrementa. Intuitivamente es fácil apreciar que el control de M1 debe ser particularmente difícil.

Esto aboga en favor de M2 como agregado a seleccionarse. Es el agregado mayor, y es el más susceptible a la acción de la autoridad monetaria. Su inconveniente respecto de M1 es el carácter menos típicamente monetario de su componente principal, los depósitos a plazo; pero esto, como veremos, es de dudosa significación.

■ La política monetaria: en el Uruguay, a fines del '85

Regreso a la conferencia del Presidente del Banco Central, ahora sobre el tema de la política monetaria. El Presidente anunció que se había abandonado por el momento la meta respecto de M2. Esta meta se había consignado en el Memorando de Entendimiento dirigido al FMI, donde se fijaba una tasa de crecimiento del 51% en el año programa (3.5% al mes). Desde el comienzo de ese período la tasa media mensual fue de 5.4%. En lugar de esa meta interpreto que el BCU proyecta perseguir una meta sobre M1, de acuerdo con el anuncio que el Cr. Pascale nos recuerda hizo en junio, de 55 al 60% para el año programa (entre 3.7 y 4% al mes).

Como fundamentos, entiendo que el Cr. Pascale invocó dos. Tal vez tres. Lo que sigue es una interpretación un tanto libre, más que un resumen cauteloso, y ello porque quiero llegar al sentido que haya detrás de las palabras, y siempre puedo ser rectificado si me equivoco.

El primer fundamento es que se ha verificado un incremento

de la demanda por depósitos a plazo en términos reales. Frustrar esa demanda incremental podría tener un doble efecto indeseable: por un lado, al generar un desequilibrio por exceso de demanda en el mercado monetario, generar a la vez un desequilibrio por exceso de oferta en el mercado de bienes, o tal vez agravar el ya existente; al mismo tiempo, y por análogas razones, generar un desequilibrio por exceso de oferta en el mercado de cambio extranjero. Lo primero agravaría la recesión y lo segundo aparejaría una apreciación real del peso ("atraso cambiario").

El segundo fundamento parte de una distinción entre las funciones de M1 y de los depósitos a plazo. M1, al estar directamente vinculada a las transacciones, tiene que ver con el nivel de precios. Los depósitos a plazo encarnan la función del dinero como activo, o como depósito de valor, y por tanto su crecimiento no se halla asociado a la inflación.

El tercer fundamento, —o posible fundamento, ya que no estoy seguro de que haya querido serlo— es la referencia al hecho de que, en las palabras del Cr. Pascale, "la evolución del agregado monetario M2 en el primer trimestre del programa (fue) más expansiva de lo previsto". En cambio el crecimiento de M1 fue menor que el esperado. Esta referencia a hechos constituiría un fundamento adicional de la decisión de abandonar la meta sobre M2 en tanto se juzgase que esos hechos testimoniaban separadamente el ya aludido incremento de la demanda real por M2.

Pienso que el enfoque del Cr. Pascale merece algunas objeciones. A saber:

* No es fácil para la autoridad monetaria actuar de manera dis-

criminada sobre M1, sin hacerlo a la vez sobre M2. Si lo que está diciendo el Presidente del BCU es que toma M1 como agregado a controlar porque de hecho se estaba moviendo de acuerdo con las metas, y se deja de lado M2 porque no lo estaba haciendo, se seguiría que las metas son algo así como otros tantos pronósticos, en lugar de objetivos a respaldarse con acción.

* Es indeseable cambiar las metas tan pronto. Ciertamente no es la forma de conseguir credibilidad para la política monetaria en el futuro.

* La distinción entre M1 y los depósitos a plazo en función del papel de los agregados como medio de cambio y depósito de valor tiene cierto apoyo en alguna literatura, pero yo pienso que está básicamente equivocada. La demanda por dinero es la demanda por un stock real. Lo que la teoría dice es que si el stock deseado difiere del observado la variable de ajuste es el nivel de precios. No dice que los agentes vayan a ponerse a hacer transacciones con dinero y a través de ello vayan a hacer subir los precios. Muchos parecen creer eso cuando sostienen que es preferible un poco más de inflación para reactivar la economía. La teoría en realidad prevé ese tipo de desarrollo sólo cuando la expansión monetaria sorprende a los agentes, y mientras éstos no la reconocen como tal. Luego los precios se anticipan a las transacciones. Es decir, quienes tienen activos reales suben sus precios en función de la expansión monetaria que perciben. Por eso la inflación ya no surte efectos reales positivos.

* Concordantemente con lo anterior, pienso que si hay que elegir entre M1 y M2 como activo a controlar la elección debe hacer-

se por el que haya mostrado una demanda más estable. Creo que la investigación empírica muestra que M2 es preferible desde este punto de vista.

* Con relación al tercer fundamento (o posible fundamento), debo decir que el crecimiento de M2 por encima de las metas no se debió a su alta demanda, sino a la reducción de los encajes mínimos requeridos a los bancos comerciales por el BCU. Dada esa redacción, y permaneciendo lo demás igual, el incremento de M2 quedaba determinado. Ello no es más que una aplicación del principio general que dice que con tipo de cambio fluctuante la demanda no puede influir sobre la oferta nominal.

* El incremento de la demanda por depósitos a plazo y alguna medida por otros activos monetarios en el tercer trimestre del '85, mencionado por el Cr. Pascale, es perfectamente genuino. Pero la consecuencia de que las metas se observaran no sería una recesión sino un amortiguamiento de la inflación, lo que probablemente tendría un efecto positivo sobre el sector real. Si el precio del dólar acompañara este amortiguamiento, no por ello se produciría una apreciación real del peso.

* Finalmente, si se deseaba de todos modos cambiar la meta, pienso que la base (M0) representaba el agregado preferible. M1 es en realidad un agregado de muy escasa significación. En cambio M0 resume el comportamiento crediticio de la autoridad monetaria, y en tal sentido es de primera importancia. Si el crecimiento de la base es ordenado y prudente, podrán pasar muchas cosas, pero no puede experimentarse una inflación grave. Y para una coyuntura como la nuestra, eso es lo esencial.