



Academia Nacional de Economía

CONFERENCIA EC. WALTER CANCELA

29 de noviembre de 2006

### **“Gobierno del Banco Central del Uruguay y Política monetaria”**

#### **Ec. María Dolores Benavente:**

Buenas tardes, bienvenidos al último evento del año de la Academia Nacional de Economía, es un gusto saludarlos, es un gusto ver tantas caras amigas. Hoy tenemos el honor de contar con el Académico y Presidente del Banco Central del Uruguay, Ec. Walter Cancela, que nos va a hablar de un tema que sin duda tiene importancia presente, y nosotros creemos que tiene importancia de futuro también, porque va a hablarnos del gobierno corporativo del Banco Central y la incidencia del gobierno corporativo del Banco Central en la política monetaria.

Y más allá de lo interesante que es la charla en sí por el Banco Central, nosotros creemos que también es interesante por las enseñanzas que se pueden sacar para el resto del sector público, y si el gobierno está encaminado hacia una reforma del sector público para el año 2007, nos parece que este es un buen punto de partida.

Así como alguna vez hemos hablado del gobierno corporativo de República AFAP y lo vemos como un modelo para la reforma del Estado creemos que los cambios que se están propiciando en el Banco Central para mejorar su gobierno corporativo también pueden ser una línea, una punta para seguir con la reforma del Estado.

Los dejo con el Ec. Cancela

#### **Ec. Walter Cancela**

Muchas gracias María Dolores, es un placer para mí estar aquí, otra vez, en la Academia, y también en este edificio tan simbólico, por lo que representa para la actividad económica del país y en particular para la actividad financiera y para el Banco Central como regulador, como productor de políticas públicas que hacen a la actividad financiera.

En realidad la exposición va a tener simplemente como objetivo marcar algunas cosas que creo están en la actualidad del Banco Central, de lo que es el Banco Central y

también de la política monetaria. Pero más allá de eso creo que la intención que tiene es motivar para tener una conversación sobre los aspectos que puedan resultar de mayor interés para ustedes.

Titulamos en conversación con Ma. Dolores, la conferencia "Gobierno del Banco Central del Uruguay y Política Monetaria" porque nos parecía importante, a partir del trabajo que se ha venido haciendo en materia de gobierno corporativo en varias instituciones, en particular lo que ha trabajado Ma. Dolores bastante el tema y también el proceso que estamos viviendo en el BCU coincidente con esa preocupación de buscar las mejores prácticas de gobierno corporativo en el marco de una reforma institucional que está planteada para el BCU pero también en el marco de una reforma institucional, una reforma organizativa que está planteada al interior del BCU desde antes de esta administración.

Yo le contaba a Ma. Dolores además que este tema del gobierno corporativo del BCU se definió como uno de los temas de interés, en una reunión que tenemos que no es orgánica del Mercosur, pero que reúne a los Bancos Central del Mercosur, mas Chile, Perú y Bolivia, y que llevó a que hiciéramos una encuesta entre todos los bancos que conformamos ese grupo. Es más bien un grupo de amigos, nos reunimos los presidentes cada 3 ó 4 meses conjuntamente con los economistas jefes de cada banco y discutimos temas de múltiple interés.

Y ése ha sido uno de los temas de interés y es el tema que tenemos para discutir ahora en Brasilia, dentro de 15 días cuando nos reunamos, al margen de la reunión del Mercosur.

Y ¿por qué es tan importante esto? Porque además el Banco Internacional de pagos, el (BIS) ha creado un grupo específico de gobierno corporativo de banca central en el cual estamos de alguna manera, sin ser miembros del Banco Internacional de Pagos, participando de las reuniones, participando de los avances en la producción que se realiza en estos ámbitos, yo creo que los BC se han revelado como instituciones claves en las sociedades modernas en la medida en que, sin equiparlo a un poder del Estado, un cuarto poder del Estado, en la medida que afectan con su acción, con su actividad, decisivamente la vida de las personas.

Y los BC se están visualizando cada vez mas, como anclas institucionales del sistema económico.

¿Por qué es esto? Porque entre otras cosas los BC tienen en su poder, normalmente el monopolio de la emisión monetaria, tienen en su poder la capacidad de influir sobre el valor del dinero y esa capacidad de influir sobre el valor del dinero hace que sean sus

acciones pasibles de general efectos positivos o negativos sobre el funcionamiento económico general.

La economía se maneja sobre la base de cómo se realizan las decisiones de inversión, de gasto, de producción, etc. Y si ese nivel de cuenta no tiene un sustento institucional sólido, en todo caso, el nivel de cuenta que funciona en un sistema económico es un acuerdo colectivo, de toda la sociedad: "que eso vale eso", si no hay algo que lo sustente, corre riesgos de funcionamiento eficaz, funcionamiento eficiente, el sistema económico como tal.

Es por eso que este tema ha sido un tema que ha tenido una importancia grande y si uno analiza la historia del Uruguay va a ver que tras cada crisis financiera hubo reformas que fueron conduciendo a tener hoy un BCU. Es decir el BCU de alguna manera es hijo de la crisis del 65, pero no es esa únicamente la causa de su existencia, tiene desde mucho antes, la conformación de funciones de BC (especialista). Su institucionalidad actual producto de la sistematización que se realizó en 1995, si no recuerdo mal con la actual Carta Orgánica del BCU. Tenemos aquí al Dr. De Posadas que en esa época era Ministro y participó activamente conjuntamente con el Dr. Ramón Díaz en la formulación de la actual carta Orgánica del BCU la cual fue después modificada sucesivamente por incorporaciones de nuevas funciones, por modificación de alguna de sus atribuciones, también tras modificaciones estructurales que sufrió la economía. La desmonopolización de Seguros, obligó a contar con un regulador del mercado de seguros y eso implicó que ante la pregunta de: ¿dónde lo ponemos? La respuesta fuera: "lo ponemos en el BCU". La generación de un sistema de seguridad social mixta implicó la aparición de administradoras de fondos de pensión, que también debían contar con una regulación, ¿dónde la ponemos? En el BCU. Lo mismo el mercado de valores. Y eso fue generando esta especie de "banco bazar, banco de tiendas de departamentos", que hoy tenemos en el Uruguay. Yo lo he comparado con el London París, para los más añosos, en el sentido que tenemos desde la sección niños hasta camping y deportes, pasando por zapaterías, y otras cosas más. Pero en realidad el BCU ha venido también modificándose por la vía de otras crisis que ha habido, por ejemplo la última la crisis del 2002, e incorporó una serie de modificaciones a la estructura del BCU, generó condiciones de gobernabilidad diferente sobre todo en supervisión de sistema financiero. Generó además la existencia de una nueva función la de protección del sistema bancario, que administra el fondo de garantía de depósitos, también dentro del BCU.

Y todo eso conjuntamente con la función que en cada crisis que le tocó, que es la de ser liquidador de bancos, es decir la entidad encargada de proceder a la liquidación de los bancos con problemas.

Teniendo en cuenta que los BC tienen normalmente, como finalidad principal la estabilidad de la moneda, o función de política monetaria, por decirlo en términos más amplios, el BCU sufrió crisis muy fuertes, no como manejo de su política monetaria, que también las tuvo, pero sobre todo por efectos de manejo de sus otras competencias y que en definitiva generaron en el BCU efectos que lo castigaron institucionalmente.

La actual Carta Orgánica del BCU le impone al banco **4 finalidades legales** y eso tiene su correlato institucional.

En primer lugar la estabilidad del valor de la moneda, es una de las finalidades que dispone el artículo 3 de la Carta Orgánica. Eso está relacionado con la función de política monetaria del Banco: la facultad e emisión de dinero, su operación de mercado de título, etc. El asegurar el funcionamiento de los pagos internos y externos, del país, esto tiene que ver fundamentalmente con la operación del sistema de pagos, en lo interno la regulación del sistema de pagos, asegurar su funcionamiento, y también el de asegurar que funcione correctamente los pagos internacionales.

También ligado con eso le asigna como función la actual Carta Orgánica, un nivel adecuado de reservas internacionales, y la solidez y funcionamiento eficiente del sistema financiero.

Todo esto en un marco de régimen de autonomía que establece la Constitución de la República donde se crea el BCU en 1967. Lo crea como una de las 2 instituciones, entes autónomos, de existencia necesaria desde el punto de vista constitucional, conjuntamente con el BPS. Los demás entes autónomos pueden existir o no, la Constitución no lo manda, pero el BCU y el BPS sí deben existir mientras no se modifique la Constitución. Y esta organización como entidad autónoma implica en principio que el BCU tiene que tener la autonomía técnica, administrativa y presupuestal de modo de poder cumplir con sus finalidades.

Pero impone límites a la autonomía, en una parte la responsabilidad política, del BCU. El BCU es un ente del Estado y por lo tanto tiene responsabilidad frente a la polis, tiene responsabilidad frente a los ciudadanos, por la vía de procedimiento de rendición de cuentas que en el ordenamiento actual, están solamente limitadas a la rendición de cuentas frente al Poder Ejecutivo e indirectamente a través del Poder Ejecutivo frente al cuerpo legislativo y la ciudadanía. Pero estas finalidades que le otorga el ordenamiento actual no establece jerarquías entre las 4 finalidades, que hemos

entendido, ha entendido el gobierno, que era conveniente concentrar las finalidades del BCU, en **2 grandes mandatos**:

1. En primer lugar el que tiene vinculación con la **estabilidad e la moneda**, pero con una formulación mucha más precisa y estamos proponiendo en el proyecto que está a estudio en el Senado de la República, que se establezca como primera finalidad del BCU, como finalidades primordiales, en primer lugar procurar la estabilidad de precios, definida como el mantenimiento de niveles de inflación **bajos y sostenibles**. Uno podría interpretar esto significa mantener el valor de la moneda y lo podría relacionar con tener un tipo de cambio fijo, entonces sería darle valor a la moneda en términos de otra moneda, o mantener el valor de la moneda en términos de precios, es decir que no haya inflación. Pero en definitiva podría y uno tener diferentes tipos de apreciaciones de qué se entiende por valor estable de la moneda nacional. El sentido común dice que debería uno relacionarlo con mantener un poder de compra estable, sostenible, previsible, de eso que llamamos moneda nacional, y eso se refleja en los precios.
2. La segunda finalidad primordial que establece el proyecto es regular el funcionamiento, ejercer la supervisión del sistema de pagos y del sistema financiero, promoviendo su solvencia, eficiencia y desarrollo.

O sea que el BCU deberá, si se aprueba ese proyecto, concentrarse en estas 2 finalidades y deberá ser evaluado por el cumplimiento de estas 2 finalidades.

Se ha decidido sacar de las finalidades primordiales del BCU el mantener un nivel adecuado de reservas en el entendido que eso constituye un instrumento, constituye un mecanismo que contribuye a la estabilidad de precios, contribuye a la solvencia del sistema de pagos, pero que no es una finalidad del BCU en sí el mantener un nivel de reservas.

**Pero además se agrega** y esto tiene una especificación mayor a lo que contenía la Carta Orgánica o que tiene la Carta Orgánica vigente, que sin descuidar dichas finalidades primordiales, el banco deberá apoyar la política económica, cuya duración y fijación compete al Poder Ejecutivo, con el fin de contribuir a lograr altos niveles de empleo y de crecimiento y desarrollo sostenible.

Esto esta colocado aquí y no como una finalidad primordial sino como al lado de las finalidades primordiales el BCU deberá apoyar la política económica pero siempre y cuando esto no implique dejar de cumplir sus finalidades primordiales.

Es decir que la formulación que se eligió difiere de otras formulaciones, en otros BC donde a los BC además del objetivo de esta estabilidad e precios se le fijan objetivos

también, en materia de empleo y eso ocurre con algunos BC en el mundo, en el BCU el proyecto de Carta Orgánica le obliga al BCU a apoyar la política económica del Poder Ejecutivo, pero sin descuidar las finalidades primordiales que la ley le asigna al BCU y por las cuales el BCU debe ser juzgado.

Esta reformulación de las finalidades implica algunas **modificaciones institucionales** en el diseño del gobierno de la institución BCU. Algunas no están referidas a la política monetaria, y en este sentido aquí voy a mencionar solamente que la integración del directorio y su duración, aunque hay otras que no refieren a la política monetaria sino que refieren mas bien a otras funciones, como por ejemplo la unificación de todos los servicios de regulación y supervisión del sistema financiero en una sola cabeza, en una superintendencia de Servicios Financieros, que tenga a su cargo la regulación y supervisión de todos los sistemas financieros: bancario, de valores, fondos de pensión, seguros.

Pero en lo que refiere a la integración de su directorio y su duración, este proyecto incorpora o vuelve a incorporar porque originalmente en la Carta Orgánica así estaba, una duración de los períodos de los directores en el ejercicio de su cargo, de 8 años, es decir un período superior al período de gobierno, del período que tiene una administración de gobierno.

En la actual situación legal los directores del BCU como en los demás entes del Estado, no tienen duración pre-determinada, la Constitución dice: "los directores de los entes autónomos permanecerán en sus cargos, hasta que sean designados sus sucesores". Pero esto implica que existe la posibilidad de cada gobierno pueda modificar la totalidad de los integrantes de un cuerpo directivo de cualquiera de los entes públicos, salvo aquellos que tienen integración por elección, por ejemplo el BPS que tiene cargos que se eligen por los órdenes: trabajadores, empresarios, etc.

En este caso el establecimiento de un período pre-determinado de duración, no implica que no se pueda remover a un director antes de terminar el período, efectivamente existen mecanismos constitucionales como para poder remover al director, por aplicación del mecanismo del artículo 197 y 198 de la Constitución de la República, eso no se modifica.

Pero lo que sí impide es que sin expresión de motivos, por razones de cambio de gobierno se pueda modificar la totalidad de un directorio.

La solución encontrada para el proyecto de reforma de Carta Orgánica, en primer lugar eleva el número de integrantes del directorio de 3 que es actualmente, a 5 miembros, o sea la Constitución da dos posibilidades o son 3 o son 5, y toda las experiencias comparadas en el mundo, muestran directorios de los BC superiores a 3 miembros,

ninguna menos de 5, hay desde 5 hasta 11, hasta incluso alguno más. Acá en la región Uruguay es el que tiene menos, 3, pero tenemos hasta 10 en la Argentina, pasando por 5 en Chile, 6 en Bolivia, 7 en Perú, etc.

Esto permite que los miembros del directorio puedan especializarse, en áreas de negocios del Banco, básicamente en las 2 finalidades que están atribuidas en el área de supervisión y en el área de política monetaria.

Esto no implica que los directores pasen a ser gerentes, y este es un tema bien claro de gobierno corporativo, esto implica que los directores tienen como finalidad fijar las políticas, fijar las estrategias, y monitorear los resultados de la gestión que compete a los gerentes y a los servicios estructurales de la institución.

A su vez, este directorio integrado por 5 miembros de duración 8 años, no se renueva totalmente en cada oportunidad sino que se propone que se vaya renovando en forma escalonada cada 2 ó 3 años dependiendo de los casos, con una facultad para el Poder Ejecutivo y es que en el primer año del mandato del Poder Ejecutivo o cuando el Presidente del directorio cesa porque se termina su período, o porque fallece, renuncia, u otra razón, el Poder Ejecutivo puede asignar, en el primer año de su mandato, nuevo presidente del BCU, pero lo tiene que hacer entre los miembros del directorio, entre los miembros que componen el directorio. Es decir no es un cambio que se produce, salvo que haya que designar uno nuevo por alguna razón.

Esto busca que el BCU tenga en primer lugar una desvinculación del ciclo electoral, es decir que el directorio del BCU, el gobierno del BCU se concrete en el cumplimiento de su mandato constitucional, es un mandato legal, sobre la base de períodos que trascienden el ciclo de los partidos en el gobierno, pero sin desvincularlo de su responsabilidad política como institución pública que es.

Pero al mismo tiempo al renovar parcialmente los directores se busca que haya continuidad constitucional, que haya permanencia en la memoria institucional del órgano de dirección, de política del banco, como medida o como mecanismo no para hacer del BCU un ente más conservador de lo que normalmente es el BCU, el BCU tiene esa característica es una de las instituciones mas conservadoras del país y así debe serlo porque tiene que conservar determinados valores.

No por una razón de conservar las tradiciones sino porque la renovación total de un directorio, puede tener un problema de gobierno corporativo, es decir puede crear incentivo de captura de la dirección política por parte de la jerarquía gerencial administrativa. El hecho de que los directorios permanezcan casi continuamente porque nunca se renueva totalmente permite mantener la conducción política en el órgano político, con el órgano que tiene la responsabilidad de la conducción política,

cuya lealtad es con el cuerpo político, con la ciudadanía a través de los mecanismos que la ley le impone para rendir cuentas y no con la administración. Y eso es un problema del gobierno corporativo que se genera muchas veces en aquellas instituciones donde los cuerpos directivos son rotativos, sobre todo cooperativas, instituciones de base democrática, entes públicos, y donde los cuerpos gerenciales son mucho más permanentes y eso hace que en definitiva los directorios o los directores para poder sobrevivir a su período muchas veces deban conceder a la lealtad con la estructura antes que la lealtad con el gobierno o con el parlamento o con el ciudadano.

Ese es un punto que me parece a mi clave en los cambios se están procesando, pero que más allá de los cambios organizacionales implica cambios culturales muy profundos, cambios culturales que no sólo se consiguen con cambios en los estatutos o en las leyes o en las organizaciones, implican un trabajo específico en materia de cambio cultural que es de largo plazo en la medida que cambiar cultura implica cambiar cabezas, modo de pensar. Y los modos de pensar cambian cuando efectivamente se revela que el nuevo modo de pensar resulta mucho más favorable, genera mucho más beneficios, que el anterior y eso no es sencillo de conseguir.

Relacionado con el directorio, las innovaciones institucionales referidas específicamente a política monetaria tienen que ver con dos tipos de cuestiones:

- una la relación entre la dirección del BCU como conjunto y los poderes del Estado, es decir el Poder Ejecutivo, y el Poder Legislativo,
- y la otra con las funciones propias de producción de política monetaria.

En primer lugar el proyecto de ley propone la creación de un comité de coordinación macro económica. Si hay diferencia de opinión el Ministerio de Economía vía el Poder Ejecutivo es quien en definitiva, hace predominar su criterio pero el BCU queda con la facultad de informar al Senado, sobre su discrepancia en el caso de haberla en la medida que esto afecte el cumplimiento de sus finalidades. Y esto resulta en una situación que de querer resolverse políticamente, el Senado llamará a sala al Ministro, o el Ministro pondrá en juego el mecanismo del artículo 197 de la Constitución, o sea de alguna manera se pone en discusión los elementos que una definición de régimen monetario tiene para ser adoptada.

O sea que se precisa claramente cuál es la relación entre el Poder Ejecutivo y el BCU, se establece la obligatoriedad de existencia de un comité de política monetaria. Hoy existe un comité de política monetaria en (COPOM) que se reúne cada tres meses, donde se adoptan los objetivos, las metas de variación de precio y donde se establece fundamentalmente la estrategia del manejo monetario que el BCU va a seguir en el

período siguiente en función de los análisis que se hacen sobre los factores que afectan la marcha de los precios, pero más que la marcha de los precios en lo que el BCU se fija es en cómo determinados factores están afectando el valor de la moneda a largo plazo.

Creo que el BCU no puede influir en el índice de precios del mes que viene, puede si influir en el nivel de precios de acá a 6 meses, porque el efecto que tiene, la relación que existe entre un desequilibrio monetario, entre la cantidad de dinero ofrecida y la cantidad de demanda de dinero y el nivel de precios no es instantáneo, se produce en un período de tiempo, pero además en ese período se generan los mecanismos de establecimiento de precios y el efecto se genera con un rezago importante, por lo cual el BCU en su comité de política monetaria lo que analiza es la política que va a hacer mañana pero pensando en la inflación de aquí a 6 u 8 meses. Y eso implica estar preparado para reaccionar frente a shocks positivos o negativos que se puedan dar en el transcurso del tiempo para evitar que la marcha de la inflación no se salga, no se desvíe de las metas fijadas por las políticas macro económicas.

El hecho de anunciar una meta de variación de precios, uno dice por qué no se establece que el BCU está obligado a mantener la inflación lo más cercana a cero posible, y en ese sentido uno diría un BC exitoso es un BC donde en su economía no hay inflación.

Puede resultar muy atractivo pero muy poco realista, ningún BC del mundo trabaja con esa regla, normalmente la inflación medida con la variación del índice de precios recoge muchos elementos, entre otros el problema de la emisión, pero también problemas respecto de cambios en los precios relativos que se manifiestan en variación de precios, cambia la calidad de los bienes, cambia la productividad, y todo eso se manifiesta en variaciones de precios.

Lo que sí es consenso general es que la inflación, y la variación del índice de precios, tiene que estar en niveles muy acotados, que no son tampoco iguales para todos los países del mundo y en todas circunstancias.

Un país como Uruguay probablemente necesite tener un índice de inflación, porque culturalmente así se espera, superior a la que puede tener un país de economía madura como Alemania o como Estados Unidos.

Esto no quiere decir que sea para siempre pero que el período de reforma estructural en economías que están sujetas a shocks muy importantes por su apertura, por su exposición a factores no controlables pueden tener necesidad de manejarse con márgenes de tolerancia en la variación de precios mayores en la medida en que sea,

que sea creíble que la política se orienta a mantener una estabilidad en el nivel de precios entendida como niveles de inflación bajos y sostenibles a lo largo del (año)

La publicidad de estas metas implica transmitir a la población que la tasa del impuesto inflacionario que va a pagar toda persona que mantenga saldos en pesos va a tener niveles determinados, no va a ser mayor ni menor de esos niveles, y de ese modo también se coloca a la política macroeconómica de cara a quienes deben rendirles cuenta que son los ciudadanos.

Un tercer elemento que se incorpora es la rendición de cuentas al Poder Legislativo. Hoy en la Carta Orgánica del BCU sólo se le obliga a rendir cuentas al Poder Ejecutivo. El BCU rinde cuentas al Poder Ejecutivo a través del informe anual que produce y ese informe se publica y está a disposición de todo el mundo. Pero es el Poder Ejecutivo el que tiene las facultades de reaccionar frente a esa rendición de cuentas. Y el Parlamento por la vía de llamar a sala al Ministro.

En esta reforma se incorpora la obligación de que el BCU informe directamente una vez al año a la Asamblea General y dé cuenta del cumplimiento de su mandato.

Finalmente la cuarta reforma, la cuarta innovación institucional que se incorpora es en materia de administración de Reservas. La Carta Orgánica establece que el BCU administrará las Reservas "del país".

En la Carta Orgánica propuesta se establece que el BCU administrará "sus" Reservas y que podrá administrar Reservas de terceros, para lo cual podrá cobrar una tarifa por la administración de Reservas, tratando de distinguir precisamente lo que son Reservas del gobierno de lo que son Reservas del BCU, que son estrictamente distintas y que tienen efectos distintos desde el punto de vista de la política monetaria.

Cuando el gobierno compra Reservas lo hace porque tiene superávit en pesos y compra dólares, o porque se endeuda en pesos y compra dólares o porque se endeuda en dólares y entonces genera aumentos de Reservas. Pero no necesariamente genera impactos monetarios en la medida que no utilice disponibilidades que tenía depositadas y las libere, y genere así una expansión monetaria por la vía de liberación de su liquidez.

En cambio cuando el BCU compra Reservas, el BCU normalmente, está generando un impacto monetario, si el BCU compra reservas emite pesos para comprar moneda extranjera y si esos pesos que emite no están demandados por el sistema, deberá generar los mecanismos para absorber esos pesos.

Entonces el BCU puede comprar Reservas pero también tiene que ser conciente de que sólo puede hacer esa compra de reservas hasta el nivel que su capacidad de señoreaje le permita, es decir hasta el nivel que la gente quiera mantener pesos en su bolsillo.

Mas allá de eso toda compra de reservas del BCU tiene potencialmente un efecto inflacionario porque el que no quiere tener pesos en su bolsillo los gastará comprando bienes, comprando activos, pero en definitiva generando impacto sobre los precios a mediano plazo.

Por esa razón acá también se produce una innovación importante que puede pasar desapercibida en una primera lectura pero la distinción entre Reservas del gobierno y Reservas del BCU, las Reservas del país como está en la Carta Orgánica y Reservas del BCU, es importante a los efectos de que se distinga, es decir los efectos que cada operación tiene sobre el Banco.

Me gustaría continuar tratando de discutir un poco más sobre esto de la autonomía y la coordinación. Por un lado el BCU es autónomo para el cumplimiento de sus fines pero también debe atender la coordinación con la política macroeconómica.

¿Cuál es el mandato del BCU? Es procurar la estabilidad de precios, estamos hablando de política monetaria (dejo afuera la parte de supervisión financiera, que daría para otra conferencia).

Para procurar la estabilidad de precios el BCU sólo tiene disponibles instrumentos monetarios, por lo que debe entenderse que la estabilidad de precios que se le demanda al BCU es la estabilidad de precios a largo plazo.

Por mas que uno quiera afectar el nivel de precios del mes que viene con regulación monetaria, comprando dólares, vendiendo dólares, subiendo la tasa, bajando la tasa, los precios del mes que viene realmente ya están determinados.

Lo que sí puede afectar es la tendencia, lo que sí puede afectar es lo que podemos llamar la inflación subyacente, lo que sí puede afectar es la inflación a largo plazo.

Por eso es que la política monetaria si se entiende como parte de la política macroeconómica debe coordinarse con la política fiscal.

Uno no puede resolver por la vía monetaria problemas fiscales. Si tenemos una situación fiscal desequilibrada que genera déficit importantes y como consecuencia, podemos tener un financiamiento inflacionario de ese déficit. Desde el punto de vista de la legislación actual esta posibilidad está de alguna manera limitada: el BCU tiene limitaciones de prestarle al gobierno y por lo tanto no puede ir mas allá de un 10% del presupuesto ejecutado el año anterior como crédito al gobierno, acá en la Carta Orgánica vigente tenía un artículo que agregaba otro 10% y que el Senador de Posadas logró eliminar, en una de esas sesiones y quedó solamente el 10% y ese es un límite que tiene el BCU para financiar al gobierno, límite que opera tanto para financiar los pesos como para financiar los dólares. Por eso importante que exista Reservas internacionales del gobierno y del BCU.

Si el BCU tiene muchas Reservas, supongamos que el BCU tuviera Reservas propias por 5 mil millones de dólares y el gobierno tuviera 100 millones de dólares, y el gobierno decidiera cancelar como decidió cancelar con el Fondo Monetario Internacional su deuda siendo que la deuda del gobierno era de 800 millones de dólares, y la deuda del BCU de 190, el gobierno no podía haber pagado su deuda aunque el BCU tuviera 5 mil millones de dólares de Reserva.

Sí puede hacerlo porque tiene reservas propias de más de 800 millones de dólares y el BCU puede hacer frente a los 190 millones de dólares porque tiene más que eso, pero no puede tampoco financiar el BCU al gobierno en moneda extranjera más allá de los límites establecidos por la ley.

Pero entonces tienen que coordinarse con la política fiscal, porque si la política fiscal no genera financiamientos inflacionarios sino que se financia con endeudamiento externo, por ejemplo, y esto está provocando que exista un factor de potencial apreciación de la moneda nacional, porque si tenemos una brecha de gastos sobre ingresos, lo que decimos es tenemos mayor ingreso, mayor oferta de divisa que demanda. Si tenemos ahorro externo que viene a financiar nuestro gasto excesivo eso implica presión de reevaluación sobre el peso, sobre la moneda nacional, y la finalidad del BCU es mantener el valor de la moneda nacional, no evitar que se devalúe exclusivamente también tiene que evitar que se revalúe, más allá de lo que pueda estar determinado por factores estructurales de largo plazo.

La coordinación de la política fiscal con la política monetaria resulta imprescindible a los efectos de que la política monetaria no contradiga la política fiscal y tampoco la política fiscal pretenda que la política monetaria resuelva los problemas generados por la política fiscal.

Un ejemplo de esto último es lo que ocurre a nivel de los desbalances (globales). Grandes déficit en Estados Unidos de cuenta corriente, fiscal, grandes superávit en China. Hay como dos posiciones extremas, una dice: " Para resolver el problema de los desbalances, Estados Unidos tiene que reducir sus déficit". Otra posición extrema es "China tiene que revaluar su moneda".

Pero la reevaluación de la moneda no va a resolver el problema fiscal de Estados Unidos, entonces no hay solución monetaria para problemas fiscales pero tampoco hay política fiscal descoordinada de la política monetaria sin que eso produzca distorsiones. Y la segunda cosa que tiene necesidad de coordinación de la política monetaria en el marco de la autonomía del BCU, es con los aspectos productivos. La política monetaria no puede estar ajena a los efectos que produce sobre la actividad productiva, no puede, por ejemplo intentar mantener un nivel de precios bajos inconsistentemente

bajos, e introducir medidas de política que frenan o que desalientan la actividad productiva y generan impactos negativos sobre el empleo. Por el contrario, la política monetaria debe diseñarse para que esos efectos no se produzcan y para que en definitiva contribuya al crecimiento de la economía, contribuya al crecimiento del empleo. Y digo “contribuya” y nada más que eso, porque la política monetaria no puede hacer más que eso. No tiene el BCU instrumentos para conseguir objetivos de empleo, no tiene el BCU instrumentos para conseguir objetivos de producción, ni otra cosa que no sea objetivo de carácter monetario.

¿Cuál es la estrategia y la política?

La estrategia monetaria está antes de la estrategia macroeconómica, y por lo tanto es resultado de la coordinación entre el Ministerio de Economía y Finanzas y el BCU, ámbito en el que se define el régimen. De esta estrategia monetaria vigente en el Uruguay hoy surge un régimen monetario que tiene como objetivo mantener el nivel de precios con variaciones que no superen los márgenes establecidos por las metas definidas, y que tiene como instrumento el manejo de una política monetaria activa.

Política monetaria activa que es resorte del BCU y se ejecuta en el marco de ese régimen definido por la vía del manejo de los agregados monetarios.

Dicho de otro modo el BCU y el Ministerio de Economía y Finanzas, definen la estrategia, se definen rumbos, régimen, y es el BCU el que tiene que operar el régimen tratando de mantener el barco con ese rumbo en la dirección marcada.

A la política actual ¿cómo podemos caracterizarla?

Los objetivos estratégicos son bastante difundidos: la estabilidad de precios sostenibles a largo plazo, es el objetivo central de la política monetaria. El BCU procura evitar que la oferta de dinero que produce no entre en desequilibrio con la demanda de dinero que genera el sistema.

Buscando la neutralidad entorno de efectos sobre la economía. No estamos procurando en este espacio estratégico, en este período estratégico, ningún efecto sobre el nivel de actividad, a partir de la política monetaria, ni alentador ni desalentador. Estamos procurando que esa estabilidad, ese nivel sostenible de precios a largo plazo se dé con el sistema funcionando a ritmo de crecimiento que permita su capacidad real de actividad.

Y el tercer elemento que busca la política, la estrategia monetaria es la disminución de la vulnerabilidad financiera. Disminución de la vulnerabilidad financiera, desde el punto de vista de la política monetaria es conseguir estos objetivos estratégicos antes mencionados de modo tal de generar confianza en la moneda nacional y disminuir la

exposición al riesgo cambiario que la economía mantiene con los altos niveles de dolarización de los activos financieros en el país.

El régimen monetario en el cual se buscan estos objetivos estratégicos es, como decíamos, el manejo de los agregados monetarios que consisten en la práctica en el control de la base monetaria, es decir el BCU define la trayectoria de cómo pretende que se mueva el dinero de alto poder, es decir el dinero que crea el BCU y que luego es multiplicado por los bancos, y monitorea ese poder multiplicador de bancos a través de la trayectoria de los medios de pago. Porque en definitiva es el nivel de los medios de pagos el que debe compatibilizarse con la demanda del (dinero) de pago.

Y no sólo es la base monetaria, no sólo es lo que el BCU crea de dinero, lo que tiene que buscarse, y librar con la demanda de dinero sino que es lo que el BCU pueda más lo que los bancos comerciales multiplican ese dinero. Hoy estamos alrededor de un multiplicador de 1.5 o sea por cada peso que el BCU emite crece la cantidad de dinero en un peso cincuenta, y esa relación ha venido creciendo desde un nivel de 1.3 hace dos años aproximadamente a estabilizarse en el entorno de 1.5 es decir entre 1.45 y 1.49 aproximadamente que tiene que ver con cambios en el portafolio de activos financieros de los agentes uruguayos.

La cantidad de dinero circulante ha crecido sustancialmente, es decir lo que circula en efectivo, la cantidad de depósitos a la vista también ha crecido significativamente, estas cosas tienen que ver con el nivel de actividad, tienen que ver con el crecimiento de los niveles salariales, y de los ingresos del sector de más bajos ingresos en la medida que son los que más utilizan circulante. Los sectores de mayores ingresos o las empresas normalmente usan medios bancarios de pagos, no los billetes y las monedas.

Pero también tiene que ver con otra razón y es que la moneda nacional es más estable, el índice de precios crece a menor ritmo, que tenemos un régimen de tipo de cambio fluctuante y que por lo tanto aquella práctica de cobrar el salario y comprar dólares para cubrirse de la posible inflación del mes ya no resulta segura entre otras cosas porque si el dólar sube va a tener que subir más de un 3% para poder hacer el empate de lo que me cobran cuando voy a comprar y lo que dan cuando voy a vender y esas tasas de variación no son las tasas mensuales que tenemos ni siquiera mensuales, mucho menos semanales.

Por lo tanto eso ha generado una preferencia mayor por mantener moneda nacional que mantener moneda extranjera, sin contar que también el tipo de cambio fluctúa, entonces uno puede comprar caro y vender barato, nos pasa a nosotros el BCU y mucho más le pasa al público en general.

Entonces, desde ese punto de vista (mantenemos) los medios de pago como han venido creciendo y es interesante ver cómo una relación de monetización que llamamos los economistas a esa relación del M1 y el producto, o la base monetaria y el producto, producto que hace 3 años era de 3 ó 4% y estamos hoy cerca de 8.

O sea hemos prácticamente duplicado el nivel.

La economía está todavía muy lejos de lo que son niveles estándares de monetización en el mundo que en todos los casos son de 2 cifras, por lo menos. Por lo menos 10%, 12% pero hay de 30 y 40%.

El régimen monetario consiste en el manejo de agregados que el BCU controla: la base monetaria, monitorea los medios de pagos por la vía de monitorear diariamente porque no tenemos información sobre medios de pagos diariamente, pero sí tenemos la liquidez bancaria, y con esto tenemos una idea de cómo esta influyendo el multiplicador, el multiplicador depende de la preferencia del público por mantener billetes y monedas por un lado y por otro lado el nivel de encaje de los Bancos.

El nivel de encaje no es el encaje legal. Todos los Bancos tienen más que el encaje legal tienen encajes (excedentes) sobre los legales y por lo tanto ese es el que tiene que ver con la capacidad de multiplicación de los Bancos.

Y ha crecido mucho este encaje excedente de los Bancos y allí hay un problema en los Bancos que están absorbiendo mucha liquidez, el BCU está en ese caso liberando más base monetaria de la que debería, y deberá tomar medidas, pero de no hacerlo puede estar implicando que los Bancos se van a deshacer de esa liquidez porque no les conviene tenerla y van a generar un proceso de multiplicación mayor y por lo tanto van a generar una oferta monetaria que hará (saltar) los precios más adelante.

Esto es la tarea diaria que tenemos en el BCU de monitorear todo esto.

Los instrumentos que disponemos en primer lugar son los modelos de estimación de la demanda de dinero, bastante malos, para decir verdad, bastante malos en cuanto a su confiabilidad, no malos porque estén mal hechos, están bien hechos, hay gente muy competente haciendo estas cosas, pero son bastante malas las estimaciones en la medida que tienen poca trayectoria hacia atrás. Los modelos se construyen con historia, con permanencias, y tuvimos una crisis muy fuerte en el año 2002, o sea apenas 4 años atrás, y eso cambió el régimen monetario del país, cambiaron muchas cosas, cambiaron muchas referencias estructurales y por lo tanto el modelo todavía no está dando cosas demasiado confiables, pero sí nos dan indicadores.

Estos modelos los miramos pero no los usamos porque no hacemos la política sobre la base de hacer lo que los modelos dicen que habría que hacer para conseguir el

objetivo que queremos encontrar. Nos guiamos sí por los modelos para saber en qué dirección tenemos que actuar.

Pero monitoreamos diariamente, básicamente 3 cosas:

1. lo que ya mencioné: liquidez
2. niveles de tasa de interés en el mercado monetario, tasa (Call), interbancario, si tenemos un problema de que la (Call) se va muy arriba o tenemos un problema de liquidez del sistema bancario hay que buscar mecanismos de solución. Hace poco había problemas de comunicación entre los bancos, había mucha liquidez por un lado poca por otro pero no se comunicaban, creamos un clearing house en el BCU, hoy en día las AFAPs pueden prestar al BCU ya su vez el BCU puede prestar a los bancos que tienen déficit de liquidez, utilizando al BCU como clearing house. Con eso logramos estabilizar la tasa (Call) que había tenido picos muy (fuertes) en algunos momentos.
3. Monitoreamos las tasas de regulación de las Letras de regulación monetaria. Quiero hacer acá un pequeño aviso, y es que estamos consiguiendo construir una curva de rendimientos en moneda nacional nominal en el Uruguay a plazos impensables desde hace 40 años para acá. Hoy hemos colocado letras de regulación monetaria a 560 días, esto significa 1 año y 7 meses, a una tasa de interés anual de 7.7%. Estamos hablando de tasas nominales. O sea, partiendo de tasas a 30 días del 3 - 3.5% estamos construyendo una curva de rendimientos en moneda nacional nominal que comparada con la tasa de rendimientos de los títulos de los instrumentos en unidades indexadas y comparadas con las tasas de rendimiento de los instrumentos en dólares nos permite tener arbitrajes que nos dicen cuáles son las expectativas de los operadores del mercado, no aquellos que opinan a través de un modelo, haciendo análisis más serios y menos serios, o tirando un bolazo, sino aquellos que apuestan, aquellos que pagan, que ponen plata atrás de su expectativa. Esos mecanismos nos permiten a nosotros decir "las expectativas de inflación van por este lado", y también permitirán, deberían de permitir a los operadores del mercado generar instrumentos de cobertura de riesgos, generar contratos de futuro, generar contratos de forward de modo tal de cubrirse de eventuales variaciones en los precios.

Estos instrumentos que hemos estado manejando, nos permiten operar en la oferta monetaria. Hoy tenemos déficit financiero porque no cobramos nada por los servicios que damos, y pagamos por los servicios que no son nuestros, no

tenemos capital, nunca fuimos capitalizados, entonces necesariamente tenemos pérdida.

Esta generación de condiciones de estabilidad monetaria, generación de curvas de rendimientos, generación de mecanismos de arbitraje, nos permitirán en un futuro no muy lejano, abandonar el régimen de manejo de agregados, régimen bastante poco eficiente que sólo tienen dos países: Argentina y Uruguay y pasar a régimen de manejo monetario mucho más eficiente, mucho más transparente, mucho más directamente legible por los agentes que es el manejo de tasas de interés (de referencia). En eso estamos trabajando. El BCU está trabajando en mejorar el régimen de política monetaria porque en definitiva mejorando el régimen de política monetaria es que conseguiremos mayor credibilidad, podremos finalmente constituir al BCU en un ámbito constitucional del sistema económico uruguayo.

Gracias.

#### **Ec. María Dolores Benavente**

Muchas gracias Ec. Cancela, realmente no sólo fue una charla, más bien fue una clase. Muy didáctico como siempre. Y haciendo uso de una cosa que me enseñó el Emb. Lacarte Muró, y es que cuando uno está moderando tiene que aprovechar para hacer la primera pregunta, la pregunta que a mí me surge es la siguiente, cuando se deja en la Carta Orgánica una definición algo vaga, o algo imprecisa como decir "una inflación baja" y simultáneamente se pone otro objetivo porque está condicionado al cumplimiento de los otros dos como es fomentar empleo y el crecimiento, ¿no se corre el riesgo de que con otras autoridades se tome como prioritario el otro objetivo a costa de una mayor inflación?. Porque en definitiva las Cartas Orgánicas o los Estatutos lo que hacen es que uno mismo se ata las manos: hay que hacer las instituciones como para el gobierno la peor de las personas. Entonces, ¿no sería mejor, de pronto, poner un porcentaje o atarla a la inflación internacional, o acotar un poco más ese concepto de inflación baja que puede quedar un poco vago?

#### **Ec. Walter Cancela**

Bueno 2 cosas. Primero que los objetivos de empleo y crecimiento no son objetivos del BCU, lo que dice el proyecto es que se va a tratar de apoyar la política económica en esa dirección, sobre la base de un cumplimiento de un objetivo de inflación baja y sostenible en el tiempo, una inflación baja puede

decir muchas cosas, si uno se situara en la década de los 70, una inflación baja podría ser 25%. Viendo la inflación del 70, del 80, que era del 100 y pico por ciento, una inflación baja podía ser del 25%.

En realidad la formulación tuvo mucha discusión, la cuestión era de poner un porcentaje, ¿qué porcentaje se ponía? Uno podría haber dicho, variación de precios que no superen el 10% o que no supere el 5%, pero ¿qué inflación internacional era relevante?

Normalmente los BCU trabajan con conceptos de inflación baja en algunos casos están determinados: el BC europeo tiene establecido que la meta de inflación es por debajo y cercano al 2% anual. La Reserva Federal no tiene ningún tipo de meta, todo el mundo coincide que puede ser el 2, pero siempre hablando de inflación subyacente, tampoco estamos hablando de inflación medida por el IPC, estamos hablando de inflación subyacente.

El Banco de Inglaterra tiene legalmente establecido que la inflación tiene que estar entorno al 2% más o menos 1, o sea del 1 al 3%.

Los BC latinoamericanos lo tienen establecido en algunos casos legalmente, pero en otros casos por la vía de administrativa es decir, Brasil, Argentina lo hacen por la vía administrativa, Chile está establecido que es entorno al 3% igual que Perú, pero en definitiva la determinación en la ley de una tasa resulta difícil de imaginar por lo menos en el momento actual, en esta situación de la cultura política actual de hoy. Es posible que más adelante uno pudiera decir: "llegamos a un consenso de que nos convencimos de que es malo tener una inflación mas alta del 5%, entonces todo el mundo está de acuerdo y ponemos un techo". Yo hubiera preferido que así fuera, también me costaba bastante decir cuál es el techo.

Por otro lado, ¿qué efecto tiene poner un valor si no se establece al mismo tiempo una sanción por el incumplimiento del valor?

Como ocurre por ejemplo en Nueva Zelanda, donde sí hay una sanción, si el BC no cumple con el objetivo de inflación el Presidente del BC es destituido.

En otros países, en el Uruguay por ejemplo si el BCU no cumple con las metas de inflación, el Presidente del BCU no es destituido.

Es probable que la inflación en determinado momento esté por encima o por debajo de los límites de los rangos definidos. Lo ha estado en el pasado por debajo, no hemos estado por arriba, todavía, pero no es descartable que en algún momento se esté por arriba, sobre todo si como pretendemos este año va a ir bajando. Entonces es probable que en algún momento uno tenga inflación

anual de, supongamos, (hoy esta en el rango de 4.5 al 6.5%) un 7% de aumento de precios. Y ese 7% representativo de una tendencia de cómo viene, para dónde vamos, entonces está bien, son valores pero hay que tener como referencia que el incumplimiento sistemático de esos valores va en contra de la reputación de la política monetaria. Pero también este tipo de régimen, este tipo de política implica cambiar una cultura de no rendición de cuenta en primer lugar y en segundo lugar, dejar de preocuparse exclusivamente por cuánto vale el dólar.

En ese sentido creo que tal vez sí sea conveniente tener un valor, haber introducido esta formulación “una inflación baja, y sostenible en el tiempo” implica pro lo menos en el imaginario colectivo una inflación de menos del 10%.

**Ec. María Dolores Benavente**

Si no hay más preguntas, le agradecemos muchísimo al Ec. Cancela por su exposición y a uds. por habernos acompañado en el cierre del ciclo 2006 de la Academia Nacional de Economía.