

Director Responsable:
Ramón Díaz.

Editor:
Danilo Arbilla.

Columnistas y Redactores permanentes:

Manfredo Cikato, Pablo Fossati, Ramiro Rodríguez Villamil, Jorge Caumont, Ricardo Peirano, Rodolfo Pandolfi, Daniel Gianelli, Miguel Arregui, Juan Carlos Casas, Jorge Luis García Venturini, José Pedro Ortiz, Juan Mario Hermida, Jesús Iglesias Rouco. **Indicadores económicos:** Jorge Caumont, Gustavo Cola Cancela, Michele Santo, Ernesto Talvi. **Medicina:** Jean Richerd. **Español y vida cultural:** Rodolfo M. Fattoruso, Barret Puig, Jorge Traverso, Sergio Lacuesta, Alfredo Silvera Lima, Alfredo de la Peña. **Humor:** Aldo Cammarota, Aranda, Kid Graña. **Caricaturas:** Arotxa. **Diagramación:** Nelson García Serra.

Directorio:
Dr. Ramón Díaz, Dr. Manfredo Cikato, Dr. Pablo Fossati, Dr. Ramiro Rodríguez Villamil y Danilo Arbilla.

Administración:
Esc. Alfredo Bianchi Varela
BUSQUEDA es una revista semanal miembro de la Sociedad Interamericana de Prensa. Está inscrita en la Dirección de Industrias con la matrícula N.º 2079. Con domicilio en Treinta y Tres 1471, Piso 2, Esc. 7. Tel. 95.54.84. Montevideo, Uruguay.

Las opiniones vertidas en los artículos son de exclusiva responsabilidad de los autores.

Precio de venta en Uruguay: NS 25.

Impresa en Talleres Gráficos de Impresora Polo Ltda. D.L. 40.172.

Distribución: Papacito.

Edgardo Favaro se halla sin duda entre los mejores economistas que tiene el país, por eso nosotros estamos más tranquilos con nuestras opiniones cuando coinciden con las suyas. Esto ocurre, por fortuna, con algunas de las que expresó en la interesante entrevista que concedió a **Busqueda** la semana pasada. Al mismo tiempo y no lo registramos sin cierta trepidación, hay áreas de su exposición con las que estamos en desacuerdo.

Nosotros vemos con gran simpatía la idea de Favaro de segregar un segmento del mercado monetario uruguayo hacia un mercado de capital a constituirse en torno a un verdadero bono indexado a largo plazo, algo que tal vez debió ser la Obligación Hipotecaria Reajutable, pero a lo que ciertamente no llegó, por razones que no vienen al caso. Creemos que, de materializarse, la iniciativa reportaría una contribución valiosa a la solidez del sistema financiero y asimismo a la búsqueda de una altura para las tasas de interés que dejase de ser paralizante. Nos preocupamos de enfatizar todo esto, porque no deseamos que nada de lo que vamos a escribir aquí se interprete como una oposición a esa iniciativa que, de ser factible —punto sobre el que no nos sentimos particularmente fuertes para opinar— contaría con todo nuestro apoyo, incluyendo la posibilidad de que se comprometieran recursos públicos en alguna medida para el lanzamiento de los bonos.

Nuestro acuerdo con las opiniones de Favaro no se restringen tampoco a este punto. Por ejemplo, compartimos su punto de vista sobre la conexión entre la depresión del tipo real de cambio y el desmesurado nivel de las tasas de interés, yendo la causalidad de éste

Invirtamos en confianza

hacia aquélla, así como sobre el papel protagónico desempeñado por el segundo factor, más bien que por el primero, en el desencadenamiento de la contracción real que padecemos. Y sin duda hay otros puntos de coincidencia. Pero ahora queremos referirnos al punto de discrepancia, uno solo según creemos, que hemos encontrado entre las opiniones recogidas en la entrevista.

Ese punto de desacuerdo concierne el papel de la confianza en la determinación de las tasas del interés. Para Favaro, atribuir la altura de las tasas a la falta de credibilidad del gobierno es inadecuada y apoya su opinión en dos clases de fundamentos distintos. Uno de ellos consiste en señalar que esa tesis conduce a la inacción, ya que entonces lo único que cabría hacer sería esperar que la credibilidad retornase; y desde el mismo punto de vista, consiste en afirmar que comporta una abdicación por parte de los economistas de la misión de explicar el fenómeno, en favor de los psicólogos sociales. El segundo fundamento, consiste en aseverar que la tesis en cuestión se halla vacía, de contenido científico, porque no hay ocasión posible en que la experiencia pudiera desmentirla.

Los dos fundamentos se hallan ubicados sobre niveles de eficacia muy dispares. El primero no aporta en realidad ninguna razón válida para rechazar la proposición que Favaro objeta, la que podría ser cierta por más que condujera al más absoluto quietismo, o exaltase la autoridad de los psicólogos por encima de la de los economistas en cuanto a elucidar su veracidad. El segundo, en

cambio, asestaría un golpe decisivo a la tesis que nosotros defendemos, si fuera a su vez admisible.

Estas consideraciones llevarían a centrar la cuestión en torno al segundo fundamento, pero nosotros queremos referirnos antes a un pasaje del texto de la entrevista que se encuadra dentro del primero y que a nosotros nos resultó tremendamente sugestivo. Desarrollando la posición de que la tesis basada en la falta de credibilidad cierra el camino a cualquier política enfilada hacia la solución del problema y deja una pasividad expectante como única actitud posible frente a éste, Favaro dice:

"La confianza no se puede comprar en ningún lado y entonces hay que esperar que se restablezca" (nuestro énfasis). Como decíamos, este texto nos hizo ver toda la cuestión bajo una luz distinta. ¿Que no se puede comprar confianza en ningún lado? Pues nosotros pensamos que sí se puede, que es posible invertir de muchas maneras en confianza y hemos estado por años instando a nuestras autoridades para que realicen un gasto en ese bien, que nos resultaría notablemente provechoso.

En este momento la inversión adecuada insumiría unos US\$ 350 millones, una verdadera bicoca si se tiene en cuenta que precipitaría la tasa real "ex post" de 40% (tasa a la que llegamos inspirándonos en las previsiones de Favaro sobre inflación) súbitamente a menos del 10% y generaríamos sin duda un aumento del producto del orden del doble de la inversión en cosa de un año.

Como el lector lo habrá seguramente adivinado, nos es-

tamos refiriendo a la compra por el BCU de la base monetaria existente en la actualidad en manos de agentes privados, para lo que sobrarían con 800 mil onzas de oro, que podrían recomprarse con el aumento de recaudación derivado de la baja de las tasas de interés quizá en algo así como tres años.

Lo que estamos diciendo al mismo tiempo es que el producto que estamos perdiendo por el privilegio de usar nuestros propios billetes de banco debe rayar en los mil millones de dólares al año y que tener la efigie de Artigas en el dinero, además de las estampillas de correo, debe ser el lujo más caro que quepa imaginar.

Cada vez que formulamos esta propuesta hay una serie de personas que creen del caso rasgarse las vestiduras y cubrirse la cabeza con cenizas y nosotros no deseamos en realidad causar más escándalo del necesario. Pero encontramos irresistible señalar a nuestros compatriotas lo cerca que tienen de la mano el fruto apetecible de tasas de interés que traerían rápidamente la reactivación que de otro modo parece tan esquiva.

Con respecto al segundo fundamento de Favaro, pensamos que un experimento de los que él dice que no pueden llevarse a cabo para someter a prueba la tesis de la credibilidad podría consistir precisamente en el cambio de moneda recién aludido, pero que lo más práctico es ir hoy mismo al mercado monetario y ver qué tasa pagan por depósitos en pesos y qué tasa pagan por depósitos en dólares. Si nosotros vendiéramos un jarabe para la tos y quisiéramos saber si el público

confía en nuestra marca, pondríamos a la venta junto a él otro semejante con marca desconocida, a mitad de precio. Y si el más barato no se llevaba todas las ventas, para nosotros la confianza del público en nuestra marca estaría probada. Esto es algo semejante a lo que hacen los bancos en nuestro medio todos los días. Ofrecen depósitos en pesos y dólares, que cumplan esencialmente la misma finalidad, pero si miramos lo que ha pasado en el primer semestre de este año nos encontramos que el público ha estado dispuesto a pagar enormemente más (cobrar menos intereses) por los depósitos en dólares que por los depósitos en pesos y no podemos imaginar razón alguna por la cual ello pudiera ocurrir, a no ser porque considerasen que los pesos que les prometen al cabo del plazo del depósito (aún un plazo tan corto como 30 días) constituyen un producto de inferior calidad.

Un país que ha hecho una inversión secular en confianza es Suiza. Las compañías de primera línea en Suiza están pagando una tasa real (ex post) de 4,5% sobre sus bonos a largo plazo, mientras que las norteamericanas están pagando cerca del 10%. Pero nadie se ha preguntado si van a reelegir al presidente del banco emisor suizo, o van a reemplazarle por alguien más complaciente, ni la gente sabe siquiera cómo se llama el Paul Volcker helvético, ni nadie cree que la demora, que está mostrando la economía de aquel país en iniciar su recuperación pueda llevar a un cambio significativo de su política monetaria.

A la larga el resultado que le ha dado a los suizos invertir en confianza ha sido brillante. A nosotros en una época nos llamaban la Suiza de América. ¿No lo recuerdan?