

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, José Pedro Ortiz, Juan Mario Hermida, Jesús Iglesias Rouco, Raúl Clauso. **Indicadores económicos:** Jorge Caumont, Gustavo Cola Cancele, Michele Santo, Ernesto Talvi.

Medicinas: Jean Richerd. **Especialistas y vida cultural:** Rodolfo M. Fattorusso, Barret Puig, Jorge Traverso, Sergio Lacuesta, Alfredo Silvera Lima, Alfredo de la Peña, Jorge Castro Vega. **Humor:** Aldo Cammarota, Aranda, Kid Graeca, El Mono. **Cartas:** 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° 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: N° 25.

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

Distribución: Papacito.

El regreso a la flotación

En nuestra última edición recogimos versiones de fuentes allegadas al Ministro de Economía, en el sentido de que se restaurará la flotación del peso a su grado original de pureza.

A partir de agosto el BROU comenzó una intervención muy intensa en el mercado de cambios. Aunque ella adoptó varias modalidades distintas, antes de comenzar en la segunda semana de setiembre a agregar 5 centésimos a la cotización del dólar cada día hábil, es posible sostener que desde aquel mes el peso dejó de flotar.

Se trata de un **crawling peg** atípico en algunos sentidos. El que la intervención esté a cargo de una institución que no es el Banco Central es tal vez la de menor significación. Más interesante es el hecho de que por esa institución —el Banco de la República— se canaliza una elevada proporción de las exportaciones. Los acontecimientos podrían desarrollarse así. El BROU compra un alto porcentaje de las divisas de exportación y deja mientras tanto que se eleve su **stock** de reservas en la parte del año en que las exportaciones que maneja exhiben una fase estacional de "alta". De esta forma acumuló unos US\$ 50 millones en la primera mitad de 1983. Cuando llega la fase de "baja" —las exportaciones alcanzan un máximo estacional en junio, y el mínimo en octubre— el BROU comienza a liquidar

una posición no deseada. Hasta fin de setiembre había liquidado el 50% del incremento acumulado en el primer semestre. Como el BROU concentra una proporción tan elevada de la oferta del mercado de cambios, cuando llega la temporada de vender se encuentra en una posición prácticamente monopólica, que de hecho la obliga a fijar el precio. En el momento en que la estacionalidad del comercio exterior nutra la oferta con flujos que se vierten por otros canales financieros, digamos, en diciembre, el BROU pierde la condición monopólica o cuasi monopólica previa, y vuelve a vender al precio que fija el mercado, sin perjuicio de reiniciar la acumulación de la masa de divisas que exhibirá un nuevo máximo en el próximo mes de junio.

Esta versión de los hechos es compatible con las declaraciones del Secretario de Planificación, Gral. Aranco, y del Presidente del BROU, Brigadier Cardozo, que, tomadas en conjunto, vinieron a desmentir que la flotación hubiese sido deliberadamente abandonada.

El hecho fundamental, sin embargo, es otro. Desde el punto de vista macroeconómico, no interesa tanto si el **crawling peg** que de hecho instituyó el BROU a partir de agosto representa un mero subproducto de nuestra estructura financiera, signada por la presencia dominante

del República, o en cambio si comporta un cambio de régimen, con esa institución coparticipando en materia cambiaría, como lo hace en otros aspectos, en la función bancocentralista. Lo que interesa de manera primordial es qué clase de señales transmitió el comportamiento del República a los agentes privados; si contribuyó a generar expectativas de una depreciación ordenada del peso, dentro de un horizonte relativamente extendido —la tasa de 40% anual a que repita la paridad "ad hoc" podría considerarse esa clase de depreciación— o si, en cambio, contribuyó a dibujar la imagen de una autoridad monetaria empeñada, como en 1982, en mantener una paridad insostenible, una paridad sentada, como quien dice, sobre la tapa de una olla, mientras dentro crece la presión que terminará lanzándola por los aires. Otro noviembre-diciembre de 1982, en una palabra.

Nosotros pensamos que la segunda alternativa es la cierta, que la aguda desconfianza que suscita nuestra moneda no ha sido amenguada por las minidevaluaciones del República, sino que éstas no han hecho más que reprimir algunos de sus efectos, y con la represión, aun, la ha exacerbado. Por eso el 5 de octubre (**Busqueda**, N° 206, p.2) reclamábamos que la flotación fuese reimplantada.

El anuncio, por tanto, de que el Ing. Végh Villegas hará que el peso vuelva a flotar libremente, merece nuestros plácemes. Sea que la flotación nos sirva o no definitivamente —nosotros creemos en sus virtudes como solución final menos que otros, entre ellos el Ing. Végh— la flotación es el régimen monetario de la crisis de confianza, la que puede permitirnos peregrinar por el desierto mientras buscamos nuevamente aquella tierra feliz donde la gente siente confianza por su dinero.

Al abandonarse el **crawling peg**, habrá un período de transición. Lo habría habido de todos modos, ya que nadie pretendió que la paridad repante del República fuese más que un expediente transitorio. Pero ahora sabemos que la transición está cercana, y es natural que nos preguntemos cómo ha de ser.

Nadie puede, al ensayar una respuesta para el corto plazo, basar el pronóstico más que en el olfato. No hay nada parecido a un tipo real de cambio de equilibrio que pueda servir de guía, por dos clases de razones. En primer lugar, porque no hay un tipo real de cambio, sino tantos como otras monedas relevantes haya para nuestro país; y la dispersión al respecto es tan grande —piénsese en el dólar, en el DM, en el peso argentino oficial, en el peso argentino libre, igualmente para el cruzeiro— que un pro-

medio ponderado carecería de sentido inteligible. En segundo lugar, porque una de las enseñanzas más claras de la flotación generalizada que rige en el mundo desde 1971 es que la paridad de poderes de compra carece de significación como criterio de equilibrio, excepto tal vez en el muy largo plazo.

Todo lo que puede decirse es que el valor del peso uruguayo en la flotación dependerá crucialmente de la demanda que por él haya, en relación con otras monedas y otros activos capaces de suplirlo. En el momento actual la oferta de pesos está a un nivel desusadamente bajo, y no debería esperarse que una mercancía muy escasa perdiera mucho de su valor. Pero la demanda es decisiva. Aun una cantidad pequeña de dinero puede depreciarse apreciablemente al salir de un régimen de cambio fijo, si las perspectivas de su futuro a los ojos del público hacen que el público quiera salirse de ella.

Si la transición, en cambio, se lleva a cabo con una definición precisa de la política monetaria, avalada por el prestigio del nuevo Ministro designado, las condiciones restrictivas de la oferta surtirán todo su efecto, y es posible esperar confiadamente que la transición pueda verificarse sin otras perturbaciones que las fluctuaciones de muy corto plazo que serán inevitables en la etapa inicial.