

Director Responsable:

Ramón Díaz.

Editor:

Daniilo Arbilla.

Directorio: Ramón Díaz, Manfredo Okato, Pablo Fassati, Ramiro Rodríguez Villamil y Daniilo Arbilla.

Columnistas: Daniel Gianelli (política) y Jorge Caumont (economía).

Secretario de Redacción: Miguel Arregui.

Información política: Claudio Paolillo (jefe), Gerardo Maronna, Alfonso Lessa, Luis Casal Beck, Alvaro Amoretti, Nelson Fernández.

Información general: Alejandro Nogueira (jefe), Efraín Mannise, Alvaro Giz, Gabriel Recarte, Claudio Romanoff, Mónica Bottero.

Reportajes especiales: César Candia.

Indicadores económicos: Roberto Paulier (coordinador), Javier de Haedo (columnista), Carlos Mermot, Gustavo Michelín, Julio De Brum, Lorenzo Helguera y Gabriela Inciarte. Información internacional: Yanina Olivera - Servicios especiales de "The Washington Post", "Los Angeles Times", "The Guardian", DPA, ANSA.

AFP. Cultura y espectáculos: Sergio Lacuesta (coordinador), Rodolfo Fattoruso y Barret Puig (columnistas), Jorge Castro Vega (teatro), Alvaro Sanjurjo Toucan (cine) y Enrique Hetzel (jazz).

Medicina: Jean Richerd. Deportes: Mauricio Fernández Reyes. Columnista: Juan Carlos Paulier (fútbol). Humor: Kid Gragea, Aldo Cammarota y Leslé. Archivo: Florencia Herrera. Fotografía: Milton Cea.

Diagramación: Nelson García Serra. Corresponsales: Pablo Montaldo (Brasil) y Zelmar Lissardy (Argentina). Administración: Alfredo Bianchi Varela.

Búsqueda 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 Av. Uruguay 1023, tels.: 906435, 906376, 906337 y 905664. Montevideo, Uruguay.

Las opiniones vertidas en los artículos son de exclusiva responsabilidad de los autores. Precio de venta \$5 400. Impreso en Talleres Gráficos de Impresora Polo Ltda. Paysandú 1179. Tel: 920452-60. D.L. N°. 40.172. Distribución: Pacífico.

Política monetaria:

Flotación sucia o paridad deslizando

por Ramón Díaz

La versión oficial consiste en que tenemos un régimen de flotación sucia. Hasta cierto punto se trata de una cuestión de definiciones, pero sólo hasta cierto punto.

Por ejemplo, contra la versión oficial podría argumentarse: Si ostensiblemente la autoridad monetaria fija a diario el tipo de cambio, ¿cómo puede pretenderse que éste sea un precio de mercado, que tendría que ser una resultante de fuerzas impersonales? Respuesta posible: El concepto de fuerzas impersonales en el ámbito del mercado es una abstracción; en concreto siempre hay un ser humano que fija el precio. Lo que la abstracción procura expresar es que, en ciertos casos, el operador que fija el precio no actúa en función de su voluntad sino en función de su conocimiento del mercado, con vistas a equilibrar oferta y demanda. En muchos mercados hay intermediarios entre cuyas funciones está "hacer el mercado", lo que significa fijar un precio, y después retocarlo, si los síntomas son de desequilibrio, hasta que, por ese procedimiento de prueba y error, oferta y demanda arriben al deseado encuentro. En el mercado de cambios de Uruguay, inevitablemente, y no por que nadie se lo proponga, el BROU es el gran intermediario. Lo es por su desusado tamaño, en esta dimensión como en casi todas, pero más aún en razón de su especialización en la atención financiera de las exportaciones. Por tanto la intervención del BROU en el mercado es perfectamente compatible con un régimen de flotación. La flotación sería sucia en razón de que el BROU no procura igualar oferta y demanda de manera cotidiana, sino en un marco temporal más amplio; de manera que sí, efectivamente, en un cierto lapso impide con sus compras de divisas la caída de su

precio, y en cierto otro hace lo inverso; pero en definitiva no hace más que intermediar; una flotación más limpia significaría sólo una mayor variabilidad en las cotizaciones, mayores picos y valles más profundos en el gráfico respectivo, y en definitiva mayor ruido obstruyendo la información que emite el mercado.

A priori esta argumentación me parece aceptable. A posteriori ella reposa sobre la hipótesis de que las intenciones de la autoridad monetaria (en el contexto representada por uno de sus integrantes, el BROU) sean puramente las de hacer el mercado, o — dicho de otro modo, que resulta más pertinente — que la autoridad monetaria se imponga a sí misma la restricción de conservar constante a largo plazo su stock de reservas internacionales. Análogamente es esencial que la autoridad monetaria no se trace objetivos en cuanto al nivel, ni real ni nominal, del tipo de cambio. En este sentido la falta de correspondencia de los hechos con la hipótesis de régimen de flotación, ni limpia ni sucia, es manifiesta. En efecto, nuestra autoridad monetaria ha manifestado reiteradamente que actuaría para impedir la sobrevaluación del peso. Más concretamente, ha asegurado que, a no ser por sus intervenciones el peso se habría sobrevaluado y los exportadores uruguayos habrían perdido competitividad. En sí misma, la meta consistente en evitar semejante desajuste me parece encomiable, pero en todo caso no cabe duda de que es totalmente inconsistente con la hipótesis de flotación.

En suma, habría que concluir que bajo la presente Administración hemos funcionado de hecho con un sistema de tipo de cambio fijo, bajo la modalidad de paridad deslizando. Sobre qué pueda significar esta expresión he de regresar, pero no puedo ahora de-

jar de consignar una noción somera al respecto. Supongamos que un país X tiene un régimen de tipo de cambio fijo, y que en tal contexto su autoridad monetaria compra y vende dólares a un precio fijo. Un ejemplo concreto de esta situación podría ser el del Uruguay durante la mayor parte de la década de los años '20, cuando un dólar se cambiaba aproximadamente por OSU 0,966 (novecientos sesenta y seis milésimos de peso oro uruguayo). Ninguno de los dos países, ni en el caso supuesto ni en el ejemplo histórico recién mencionado, padece inflación. Entonces no hay evidentemente ninguna razón percible a primera vista para cambiar ese precio. En realidad en ese caso ambos países forman parte de una misma área monetaria, o sea que en sus territorios combinados todo acontece como si hubiera una sola moneda. Ahora supongamos que uno de los países, el que fijaba un precio a la unidad monetaria del otro (digamos, Uruguay) comienza a tener una inflación, mientras que el otro (llamémosle EEUU) mantiene su estabilidad. Evidentemente algo tiene que cambiar en el comportamiento monetario de Uruguay. Como la inflación está impulsando al alza sus precios domésticos y sus salarios, si el precio del dólar se mantiene, en Uruguay sería conveniente comprar dólares e importar todo lo que antes se producía internamente, y los residentes de EEUU no encontrarían nada que comprar en Uruguay. Claramente, entonces, para evitar el desbalance, Uruguay tendría que cambiar el precio del dólar. No de una vez por todas, ya que la inflación es un proceso, sino de manera aproximadamente continua. Si la inflación en Uruguay es de p% al año, el precio del dólar debería aumentar también p% en el mismo período. Entonces todo se parecería mucho a la situación

anterior. Imaginemos dos personas que a la distancia nos lucen estar paradas una junto a la otra. Al acercarnos percibimos que, si bien una estaba realmente quieta, la otra está corriendo sobre una cinta transportadora, que se mueve en forma de alejarlo del primero. La carrera del segundo, a la misma velocidad de la cinta transportadora pero en dirección contraria, consigue neutralizar aquel efecto, y mantenerse sobre el mismo plano de su compañero inmóvil. Como es obvio, el movimiento de la cinta transportadora representa la inflación, y la devaluación viene a equivaler a la carrera compensatoria del situado sobre la cinta.

Algo habrá pasado al mismo tiempo en el país inflacionario ("Uruguay") respecto a las tasas de interés. Antes de la inflación habría regido allí una tasa — tanto real como nominal — de r%, que también habría regido en EEUU, al ser ambos, como se recordará, parte de la misma área monetaria. Para que la misma tasa real siguiera vigente en el Uruguay, la tasa nominal tendría que ser ahora de (r+p)%. Si esto aconteciera, y asimismo Uruguay devaluara efectivamente a una tasa anual de p%, parece que todo funcionaría de manera muy semejante a como ocurría antes. Lamentablemente, las cosas en la práctica suelen ser más complicadas. La inflación no suele ser estable ni previsible. Baste recordar la infausta historia de las previsiones oficiales en el Uruguay real de 1988 al respecto. Y, naturalmente, cuanto mayor la inflación, mayor también la inseguridad. Por eso un régimen de tipo de cambio fijo con paridad constante y otro de tipo de cambio fijo con paridad deslizando, aunque conceptualmente sean muy parecidos, en los hechos resultan muy diferentes.

Uno de los inconvenientes del régimen de paridad deslizando,

comparado con la flotación, radica en el compromiso de comprar, y sobre todo vender, divisas al precio resultantes de la regla cambiaria que el tal sistema necesariamente implica. Supongamos que el gobierno espere una devaluación de p% y devalúa efectivamente a esa tasa. Pero el público espera una inflación apreciablemente mayor, y visto el ritmo impreso a las devaluaciones, quiere cambiar la moneda doméstica por divisas. Que ello puede poner en peligro la estabilidad financiera de la autoridad monetaria salta a la vista. Si ello ocurriera, la autoridad monetaria tendría un conjunto no demasiado grande de alternativas para salir del paso. Tal vez las examinemos en una próxima ocasión, pero lo que ahora interesa destacar es que pasar del régimen de tipo de cambio fijo, modalidad deslizando, a otro de flotación, preferiblemente modalidad limpia, sería una de esas alternativas, en algunas situaciones la única efectivamente practicable. El inconveniente mayor que ella entrañaría consistiría en la reacción de un público defraudado por el cambio de reglas, lo que podría conducir a una depreciación exagerada en el corto plazo. Ello no podría bastar, sin embargo, para descartar tal recurso.

Retornemos a nuestro sistema cambiario actual. Una de sus curiosidades consiste en que se parece a un régimen de paridad deslizando como una gota de agua a otra pero se llama a sí mismo sistema de flotación sucia. El secreto de esa inconsistencia, en sí misma destructiva de información, y por lo tanto indeseable, estimo que pueda ser el deseo de no tener que pasar nunca a un sistema de flotación bajo el imperio de la necesidad, ya que no se puede pasar a un sitio donde uno ya se encuentra. ¿Pueril? Tal vez, pero de aquí en una semana veremos que es difícil encontrar otras posibilidades.