

# "Se Están Atenuando Las Expectativas Inflacionarias"

Cr. Ricardo Pascale

El pasado 7 de noviembre el presidente del Banco Central del Uruguay Cr. Ricardo Pascale, brindó una conferencia en la Bolsa de Valores — en una reunión organizada por la publicación especializada "Guía Financiera", en la cual también participó el presidente del Directorio del Banco de la República, Cr. Federico Slinger—referida a los principales aspectos de la reciente evolución monetaria.

Por entenderlo de suma importancia para un cabal conocimiento de la realidad nacional y de los planes de acción de la autoridad monetaria, brindamos a continuación el texto completo de la presentación realizada por el Cr. Pascale.

1. A efectos de asegurar el marco adecuado para una reactivación económica sostenida, el Gobierno ha anunciado, hace ya algunas semanas, los objetivos y metas básicas de un programa económico financiero que cubre el período julio 1985-diciembre 1986.

Algunas de las metas más importantes son:  
—Inflación del 60% para el período julio 1985-1986 y 45% para el año 1986 en su totalidad. Esto implica una reducción apreciable del ritmo inflacionario, el que en términos anualizados se situaba en los primeros cuatro meses, del año en 104%.

—Déficit fiscal (incluyendo el proveniente del Banco Central) del 6% sobre el producto bruto interno para julio 1985 a junio 1986 y menos del 5% para 1986. El déficit fiscal en los doce meses que terminaron en junio de 1985 llegaba a más de 10%.

En el caso de los gobiernos se han logrado avances de significación en cuanto a la comprensión del esquema económico uruguayo, así como a la concreción de cooperación financiera y técnica.

Con referencia a los organismos internacionales Uruguay ha desplegado una amplia actividad. Permítanme remarcar la participación del Sr. presidente de la República, ante la Asamblea General de las Naciones Unidas. En su discurso ante ella, señala conceptos que luego fueron esencia de la reunión del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial en Seúl, cuando expresó:

... "Pero junto con invertir más se requiere exportar más. Y en esto tenemos que ser muy claros: el problema del endeudamiento externo está indisolublemente ligado al del comercio. Si continúan deteriorándose los precios de nuestras materias primas, si persisten las actuales barreras proteccionistas, si se confirman las nuevas tendencias del presente que anuncian los peligros de una guerra comercial no declarada, con proteccionismos anacrónicos y suicidas, no habrá salida duradera al problema de la deuda.

Todo el edificio que quiere construirse en las instituciones de la posguerra se derrumbaría y podría llevar al mundo al estancamiento o a crisis incontables. Queremos ser también motores del crecimiento mundial. Déjenseos producir; déjenseos los recursos para fortalecer nuestra capacidad de inversión y de modernización productiva; ábranse las puertas a nuestra capacidad exportadora y el problema de la deuda será tan sólo un problema financiero más"...

En lo que respecta a los organismos financieros internacionales el Fondo Monetario Internacional ha respaldado el programa a través de la aprobación a fines de setiembre, de un acuerdo stand-by con vigen-

## EL PLANO INTERNO

4. Permítanme ahora, poner la atención en algunos aspectos sustancialmente internos, en particular monetarios y financieros.

Siempre atribuímos primordial importancia a buscar una concordancia entre las expectativas de los agentes económicos y las proyecciones de las autoridades sobre algunas variables monetarias y financieras.

Un requisito básico para lograrlo, es la información con que puedan contar los agentes económicos, la cual en gran medida debe ser suministrada por aquellas.

En esta línea de pensamiento, hace ya unos meses, en junio, hicimos algunos anuncios sobre el comportamiento futuro del agregado monetario M1, que como ustedes saben está compuesto por el circulante en el poder público más los depósitos a la vista en moneda nacional, cuya asociación con el ritmo inflacionario y con el tipo de cambio en un régimen de flotación es particularmente notoria.

En aquella oportunidad, preveíamos una tasa de creación monetaria del 55% al 60% para el período julio 1985-junio 1986.

Procuremos ahora revistar cual fue el comportamiento histórico en estos meses y establecer alguna afinación en nuestras proyecciones.

5. Al formular el programa, se plantearon ciertas metas de crecimiento de los agregados monetarios, algo más conservadores que el incremento de precios proyectado, al incorporar una hipótesis de aumento de la velocidad del dinero.

Las hipótesis de precios e incremento del producto real adoptadas corresponden a un crecimiento del producto nominal de 63% en ejercicio julio 1985-junio 1986 y de 51% en el año 1986.

El déficit fiscal en los doce meses que terminaron en junio de 1985 llegaba a más de 10%.

—Crecimiento del nivel de actividad entre el 2 y 4% anual, en el período del programa.

—Aumento de la tasa de ocupación y del nivel de empleo.

—Equilibrio de la balanza de pagos.

Conjuntamente, se esperaba instrumentar rápidamente un mecanismo que permitiera redimensionar el problema del sobreendeudamiento de los sectores productivos, a fin de eliminar la restricción financiera de aquellas empresas que se consideran viables, o prioritarias para el desarrollo nacional.

Al mismo tiempo, se procedió a plantear a la banca comercial internacional una refinanciación de la deuda externa que ampliara los plazos, redujera el "spread" y aportara "fondos frescos", de modo de reducir el impacto interno del déficit presupuestal y posibilitar la "transferencia" de moneda extranjera por los intereses correspondientes de aquella deuda.

2. En el campo monetario y financiero, que es el área natural de actuación del Banco Central, la obtención de estas metas, implicaría entre otros aspectos sustantivos, la consolidación de la confianza interna y externa que aportara un marco de estabilidad para una reactivación gradual y ordenada de las actividades productivas, única vía hacia una mejora duradera en los niveles de vida de nuestra población.

### EL CAMPO EXTERNO

3. Los comentarios en esta oportunidad van dirigidos fundamentalmente al comportamiento monetario doméstico. Permítanme, sin embargo, hacer algunas referencias muy breves sobre la actuación en el campo externo. Sería una simplificación mayor, pensar que no existen vinculaciones entre la consolidación de la confianza externa e interna.

En alguna oportunidad posterior podríamos profundizar los aspectos que se relacionan con el ámbito externo. Hoy podemos decir, que en éste, la estrategia se expresó a través de distintas vías, que fueron básicamente:

—con los gobiernos;

—gestiones entre los organismos internacionales de los cuales el país es miembro;

—negociación con la banca comercial internacional, principalmente la acreedora.

En general, en los tres planos se han obtenido muestras de consolidación de la confianza externa del país.

respaldado el programa a través de la aprobación a fines de setiembre, de un acuerdo stand-by con vigencia hasta fines de 1986. En ese período dicho organismo aportará recursos por aproximadamente 190 millones de dólares, de los cuales ya se han recibido 68 millones correspondientes a financiamiento compensatorio debido a la caída de las exportaciones y 18.7 millones correspondientes al primer desembolso previsto en el acuerdo stand-by.

Asimismo, hemos recibido el mayor apoyo del Banco Mundial y del Banco Interamericano de Desarrollo para incrementar las corrientes de financiamiento hacia nuestro país.

Por último, se ha llegado a un acuerdo, en principio, con el Comité Asesor de Bancos para nuestro país, cuyas principales características son:

—Se han levantado los vencimientos de los años 85 a 89 que totalizan 1.995 millones de dólares.

—Plazo de 12 años contados a partir de 1985, es decir que llega hasta 1996.

—Gracia 3 años. Es decir que no se van a hacer pagos de capital en los años 85, 86 y 87.

—El perfil de pagos negociado por Uruguay es creciente; es decir en el año 1988 se van a iniciar con pagos en una escala ascendente en los años siguientes.

—Tasa de interés, se obtuvo acuerdo sobre la tasa LIBOR más 1 3/8 para la mayor parte de la deuda reestructurada. Este spread es casi un 40% menos al de la renegociación anterior.

—FMI. A pesar de tener un acuerdo Stand-by por 18 meses, es decir que llega hasta el 31 de diciembre de 1986, se ha obtenido una ventana de 5 años con los bancos.

—Fondos frescos. Se han obtenido 150 millones de dólares.

Pago inicial. Uruguay no va a hacer prepago en esta negociación.

Algunos de estos elementos han coadyuvado al fortalecimiento de la confianza externa así como otros son demostración de la misma. De aquí en adelante, debemos consolidarla aún más, a través de la puesta en práctica de sanas políticas económicas, aplicadas en su marco de estabilidad política y social.

Estamos convencidos que este tipo de comportamientos promoverá un reflujo de capitales, que el país perdió en los últimos años y también estamos convencidos que será una de las formas más sanas de financiar la reactivación, quizás no siempre jerarquizada adecuadamente.

del producto nominal de 63% en ejercicio julio 1985-junio 1986 y de 51% en el año 1986.

La meta que el Banco Central se fijara más adelante, al afinar su programa, se acercó en cuanto a M1 se refiere, más al 55% para el período julio 1985-junio 1986.

La meta monetaria sobre el crecimiento del agregado M2, es decir M1 más depósitos a plazo en moneda nacional, por su parte, fue el 51 y 45% respectivamente, para cada uno de los períodos mencionados, lo cual supone un aumento en la velocidad ingreso del dinero, en su aceptación amplia, de 8% en el primer período y de 4% en el segundo. Estas proyecciones aparecen en el memorándum de entendimiento que se remitió al FMI.

En otras palabras, se proyectó una corrección gradual de la tendencia anterior, ya que en 1984 el aumento de la velocidad sobrepasó el 13%, situación que se mantuvo en los primeros meses de 1985. En este aspecto, como se verá más adelante, se ha operado una recuperación sensible, a pesar del corto lapso que el programa lleva en aplicación.

Con los supuestos establecimientos en el programa, ambos objetivos de M1 y M2 eran factibles de cumplimiento.

Ahora bien, no debe olvidarse que las operaciones a plazo estaban afectadas por topes en las tasas de interés que operaban efectivamente en la práctica. A ello debe agregarse que el temor de un desborde inflacionario a comienzo de la gestión gubernamental era claramente palpable para nosotros.

El mismo, a su vez se vinculaba a las dificultades que se estimaban se iban a encontrar en aspectos como la política de ingresos, en la refinanciación doméstica y la deuda externa.

En la realidad, algunos problemas han podido ser razonablemente manejados restando concluir la refinanciación doméstica. La evolución de las tasas de interés ha iniciado un movimiento de descenso que debilitó e hizo irrelevantes los topes ya mencionados.

En términos más técnicos podríamos señalar que ha disminuido la presión financiera existente sobre los depósitos a plazo en pesos por la baja de la tasa de inflación y se aprecia un aumento de la demanda por los mismos.

### LA REALIDAD

¿Qué ha pasado en los hechos, luego de establecidas esas proyecciones?