

El agregado M1 luego de crecer al 5,9% mensual en el primer semestre, lo hizo al 3,1% entre junio y setiembre, manteniéndose prácticamente en el ritmo de variación proyectado que anunciáramos en junio.

En el período abril-setiembre la velocidad de circulación del dinero, medido éste como M2, disminuyó a la tasa del 14% anual, en lugar de crecer como estaba previsto.

La evolución del agregado monetario M2 en el primer trimestre del programa ha sido más expansivo que lo previsto creciendo al 5,3% mensual, sin afectar la inflación ni el ritmo de devaluación previstos, lo que implica que ese dinero fue demandado. Esa mayor demanda fue satisfecha por una parte, por compra de dinero que se deriva del régimen de financiación de exportaciones implementado en el mes de julio, y por otra parte a factores internos como el aumento en el multiplicador de la banca privada originado del abatimiento de los encajes bancarios en moneda nacional dispuesto en el mismo mes.

Debemos recordar que las distintas funciones del dinero, sugieren diferentes medidas empíricas del mismo.

Aunque este es un punto que puede admitir algunas controversias, M1, tiene notoria vinculación con la función de medio de cambio, en tanto que M2 se relaciona más claramente con la base conceptual de la función de reserva de valor.

Dado, entonces, que el agregado M1 está más vinculado a las transacciones, actuando como una suerte de insumo del proceso productivo, su sensibilidad se relaciona con la tasa de inflación.

En la programación que se realizó a comienzos del gobierno constitucional, se supuso que el restablecimiento de la confianza y el descenso de las tasas de interés sería más paulatino que el que finalmente se experimentó.

Cualquier intento de reprimir un aumento muy grande de la demanda por depósitos a plazos en pesos, llevaría a una restricción financiera recesiva y/o a un fenómeno probable de atraso cambiario que queremos evitar.

Por dicha razón la meta para M2 tiene la flexibilidad implícita de un desarrollo de los hechos en el sentido mencionado, lo cual fue reconocido y, por lo tanto no es una meta que haya que cumplir para mantener vigente el acuerdo stand-by con el Fondo Monetario Internacional. El Gobierno y la Autoridad Mone-



6. Estas tendencias monetarias configuran una clara indicación de que podrá acentuarse la política de abatimiento de tasas de interés requerida para la reactivación económica, sin provocar, como en el pasado, un progresivo desplazamiento hacia los activos en dólares.

La economía ha sufrido en los últimos años los efectos del mantenimiento, por parte del público, de expectativas de inflación y devaluación altas, que redundan en tasas de interés nominales y reales demasiado elevadas para el desarrollo de la actividad productiva.

En las actuales circunstancias, la tasa de inflación proyectada para el semestre iniciado en octubre es sensiblemente menor que la de los seis meses anteriores (64% contra 84% en tasa anualizada). La persistencia de la política monetaria y fiscal ordenada y el abatimiento gradual de la inflación que se observa, pensamos que son elementos importantes a tomar en cuenta para la for-

bajas en las tasas que se aplican y en las Bonificaciones otorgadas. Así tenemos que mientras la Serie 20 se emitió con un interés de 13% y 5% de Bonificación (diciembre 1984), la Serie 24 que se ha colocado tiene un interés de 11% y 1% de Bonificación. Simultáneamente se han extendido los plazos de vencimiento de 5 (cinco) a 6 (seis) años.

## TIPO DE CAMBIO Y RESERVAS

10. La evolución cambiaria ha mostrado algunas oscilaciones naturales en un régimen de flotación, pero sin causar desvíos importantes respecto de la tendencia compatible con el mantenimiento de un tipo de cambio real adecuado para la actividad exportadora y también con las metas inflacionarias.

Es necesario destacar que, en general, en este régimen el tipo de cambio resulta de la oferta y demanda de divisas en un mercado cambiario donde, en términos anuales, las reservas de las autoridades monetaria no varían, luego de cubiertas las necesidades de divisas del sector público. Esto no es incompatible con la pérdida de reservas en períodos subanuales, y, tal como se ha informado, se prevé en el programa que estas pérdidas se realicen durante el primer semestre de su aplicación, vale decir en la segunda mitad de 1985.

Como se comprende, las variaciones en las reservas resultan afectadas por movimientos financieros que en parte escapan a las previsiones al momento de formularse el programa. Durante el último trimestre, esos flujos han sido positivos como se ha mencionado, principalmente por la mayor captación de depósitos en moneda extranjera por parte del BROU y colocación muy fluida de deuda pública en moneda extranjera a través del Banco Central. Del lado negativo —aunque por un monto inferior— debe mencionarse la menor utilización de crédito comercial externo con relación a lo previsto.

La variación de las reservas, por su parte ha sido, como se ha dicho, en el primer trimestre del programa sensiblemente más positiva que lo previsto.

A riesgo de ser reiterativo, ratificamos con un propósito prioritario de política en este campo el mantener un tipo real de cambio compatible con una adecuada competitividad de nuestra producción exportable.

## EL SOBREENDEUDAMIENTO

11) El sobreendeudamiento interno constituye una importante restricción al programa de reactivación económica, ya que su indefinición plantea numerosos problemas que afectan la reacción de los agentes económicos.

Es necesario desojar la incertidumbre del lado del

tario Internacional. El Gobierno y la Autoridad Monetaria no ahogarán las manifestaciones de confianza ateniéndose a una pauta que puede verse influenciada en gran medida, por el propio cumplimiento del programa.

En caso de M1 no se plantean los problemas mencionados y su vinculación al objetivo antiinflacionario es mucho más clara; por tal razón en el cumplimiento de esta meta hay que ser muy estricto.

Se está operando entonces un crecimiento más rápido en el componente del dinero correspondiente a depósitos a plazo, lo cual es indicativo de un cambio progresivo en las expectativas de inflación mantenidas por el público. En efecto, a pesar de la baja que viene procesándose en las tasas de interés, los depósitos a plazo han promediado, en el último trimestre, una tasa de crecimiento de 6,4% mensual.

Este ritmo de expansión, mayor que el observado en el nivel de precios configura un proceso de aumento en la cantidad real de dinero compatible con la atenuación de expectativas inflacionarias.

En efecto, al abatirse la tasa esperada de aumento en los precios los agentes perciben que el impuesto inflacionario que deben soportar por sus tenencias de medios de pago es también menor. Respecto a los depósitos a plazo en moneda nacional —el otro componente de M2— el aumento de la demanda se opera en gran medida debido a que las tasas de interés prevalecientes en el mercado equivalen —con una inflación esperada menor— a tasas reales mayores. En conjunto, se configura una tendencia al aumento en la demanda de dinero, y se atenúan las presiones sobre los precios en los mercados de bienes y de divisas.

Si estas tendencias se consolidan deberán ser consideradas con toda la información adicional disponible, en la evaluación general de la marcha del programa, para generar los ajustes marginales que toda programación a plazo medio tiene que tener.

Tasas de crecimiento trimestrales reales desestacionalizadas

Período	M1	M2
1985 - Enero/Marzo	-2,6	-3,2
1985 - Abril/Setiembre	1,0	4,0

mación de las expectativas orientándose en el sentido que el aumento esperado en precios y tipo de cambio se acerquen a lo proyectado y que las tasas nominales y reales de interés puedan, entonces, ratificar y profundizar su actual tendencia descendente.

7. Como se ha mencionado, en estos primeros meses del programa, se ha logrado cubrir el servicio no diferido de la deuda externa y restantes necesidades de divisas del sector público sin pérdida de reservas, acumulándose a la fecha una holgura de más de 70 millones de dólares en la meta respectiva al 30.9.85.

Asimismo, se ha superado con un margen amplio la meta de crédito interno del Banco Central del Uruguay.

En efecto ella preveía al 30.9.85 un aumento de 4.735 millones de nuevos pesos. La realidad fue de un descenso en el crédito neto de más de 3.200 millones de nuevos pesos.

El Banco Central actúa en permanente coordinación con el Banco de la República, en todos los aspectos que hacen a la disciplina monetaria y cambiaria y que dadas las especiales características del sistema financiero son muy importantes. El Banco Central ha recibido en todo momento el apoyo, por parte del Banco de la República para el logro de los objetivos monetarios y cambiarios establecidos.

#### LA DEUDA PÚBLICA

8. Otro aspecto que quisiéramos señalar, está relacionado con la deuda pública, particularmente la referida a Letras de Tesorería y a Bonos del Tesoro.

En este sentido, deberá mantenerse un nivel de endeudamiento compatible con las metas del programa y con un comportamiento adecuado del mercado de capitales.

Se ha promovido una mejora en el perfil de la deuda, así como en las tasas de interés de las mismas.

Debe destacarse la baja en el spread pagado en las operaciones de Letras de Tesorería. Anteriormente se abonaba 2,5% sobre Libor en operaciones a 180 días y actualmente se paga 1,5% sobre Libor. Esta es una forma efectiva de reducir el gasto público y es uno de los primeros beneficios del clima de confianza interno y externo creado.

Se suspendieron las operaciones a 90 días de plazo procurando alargar el vencimiento medio de la deuda, y mejorar su estructura, evitando la concentración de vencimientos de corto plazo.

Respecto a los Bonos del Tesoro se produjeron re-

Es necesario despejar la incertidumbre que existe en el sector real. No se pueden esperar rendimientos adecuados de empresarios que no saben con certeza cuál ha de ser la situación de propiedad de la empresa ni cuál la contribución que deberá aportar a la solución del problema y en que medida ésta se encuentra a su alcance.

Pero también es necesario despejarla del lado del sector financiero, el que mantiene una situación de excesiva cautela en la concesión de créditos hasta que los activos y pasivos de la empresa queden determinados.

Esa misma cautela operará seguramente hasta que se sepa cuál es el verdadero valor de sus créditos y la inmovilización de recursos que la solución al problema del sobreendeudamiento habrá de determinarle, así como el grado de libertad que podrá tener en el manejo de los productos financieros de los activos refinanciados y el nivel en que dichos productos queden establecidos.

Somos muy optimistas en la concreción de una solución final en torno a este importante tema.

12) Finalizando quisiéramos señalar que el Banco Central ha establecido hace ya algunos meses aspectos básicos de su política monetaria y financiera. Por otra parte, está en ejecución un programa que fuera anunciado oportunamente. Hoy hemos podido exponerles en qué forma se han podido cumplir algunas de las proyecciones más importantes que se efectuaron.

La realidad muestra que la cantidad de dinero en sentido restringido (M1), de especial importancia para el ritmo de inflación y devaluación se viene cumpliendo conforme a lo programado.

Por otra parte, se está operando un crecimiento más rápido en el componente del dinero (en sentido amplio) correspondiente a depósitos a plazo, con descenso en las tasas de interés, lo cual viene indicando un cambio progresivo de las expectativas de inflación mantenidas por el público, en un camino favorable.

Pensamos que, el descenso gradual de la inflación y el persistir en una política monetaria y fiscal ordenada serán datos importantes a tomar en cuenta por los agentes económicos al formular sus expectativas. Todos sabemos los costos que tiene para la economía la existencia de discordancias entre estas y las proyecciones de las autoridades.

Hoy día, el comportamiento de las expectativas se orientan en un sentido de concordancia con algunas variables claves y, debe remarcarce como una conclusión positiva y que es para nosotros muy alentadora.