

# Guía FINANCIERA

DOCUMENTO ESPECIAL

MONTEVIDEO, 21 DE ABRIL DE 1986

EVOLUCION MONETARIA RECIENTE

Y

PERSPECTIVAS PARA

1986



TEXTO INTEGRO DE LA  
CONFERENCIA DICTADA  
POR EL PRESIDENTE  
DEL BANCO CENTRAL DEL  
URUGUAY, CR. RICARDO  
PASCALE, EN LA ACADEMIA  
NACIONAL DE ECONOMIA,  
EL 14 DE ABRIL DE 1986

**REVISTA DE ECONOMIA Y FINANZAS**

# Guía FINANCIERA

REVISTA DE ECONOMIA  
Y FINANZAS

*Afiliada a la Sociedad  
Interamericana de Prensa*

**Director**

Miguel Malis

**Redactor Responsable**

Romeo Guida

(Dr. Silvestre Pérez 2509 bis)

**Cuerpo Editorial**

Jorge Bergalli

Mario Bucheli

Luis Faroppa

Ricardo Pascale

Carlos Steneri

Tyko Tammi

**Columnistas**

Juan Eduardo Azzini

Román Berro

Mario Gerpe

Verónica Massonnier

Eitel Ravenna

Eduardo Gómez Canon

Elías Szteren

Alfredo Echegaray

Eduardo Comas

Rogelio Ramírez

Miguel Ángel Perdomo

Ricardo Olivera García

Luis B. Vicario

Isidoro Hodara

Juan Carlos Darriulat

Pablo Sluvis

A. Gardi

Héctor López Scavino

Nelson Chicurel

Jorge F. Bonino

Graziano Pascale

Samuel Hendel

César Rodríguez Batlle

David Goldberg

Adolfo Cutinella

Eduardo Perl

Luis Schwarz Kalijman

Alberto A. Faget

Juan A. Pérez Pérez

Jorge Ponasso Carretti

Ricardo Villamarzo

Carlos Grauert

Ivonne Acosta Castera

Roberto Altieri

Graciela Mila

Roberto López Garbanino

Stéfano Casini

**Computación y Sistemas**

Miguel Poggi

**Publicidad**

Marta Terra Blanco

**Fotógrafo**

Stéfano Casini

Correspondencia a:  
Nicaragua 1579

## ESTE DOCUMENTO

Se proporciona a los lectores la conferencia que el Presidente del Banco Central del Uruguay, Cr. Ricardo Pascale, dictara el 14 de abril de 1986 en el ámbito de la Academia Nacional de Economía.

El valor del documento se proyecta hacia todo el acontecer nacional, en tanto se dan las señales para 1986.

Al alto nivel que posee el Cr. Ricardo Pascale, se suma entonces la posibilidad de acceder directamente a los lineamientos de Gobierno, y ajustar las actividades, sabedores de los mismos.

En ese sentido, GUIA FINANCIERA realiza esta publicación, al tiempo que felicita a la Academia Nacional de Economía por la organización del evento.

LA DIRECCION

# EVOLUCION MONETARIA RECIENTE Y PERSPECTIVAS PARA 1986

Quisiera expresar mi agradecimiento a las autoridades de la Academia Nacional de Economía por su amable invitación para efectuar esta exposición, en la noche de hoy, ante este selecto núcleo de asistentes.

Es para mí un verdadero honor.

El tema de la exposición es: "EVOLUCION MONETARIA RECIENTE Y PERSPECTIVAS PARA 1986" y la hemos dividido en seis partes que son:

- a.- Escenario inicial.
- b.- Criterios generales de la política monetaria y financiera.
- c.- Programa inicial.
- d.- Cambios ocurridos respecto a las condiciones supuestas.
- e.- Cumplimiento de las metas establecidas.
- f.- Principales lineamientos del programa financiero 1986.

## A.- ESCENARIO INICIAL

Resulta conveniente a los fines de esta exposición presentar el escenario inicial sobre el cual debió diseñarse el programa económico financiero 1985-1986.

### a) Actividad económica.

Se verifica un proceso de deterioro del nivel de actividad muy prolongado y profundo. El producto descendió un 9,4 o/o en 1982, 5,0 o/o en 1983 y 1,8 o/o en 1984.

### b) Empleo.

La tasa de desempleo se ubicaba en más de 13,6 o/o habiendo alcanzado un valor máximo de 16 o/o en el segundo trimestre de 1983.

### c) Inflación.

El nivel de precios desde la devaluación de fines de 1982 había entrado en



un proceso de aceleración persistente. La misma había adquirido especial dinamismo en el primer semestre de 1985. Resultaba fundamental atacar este fenómeno por las características acumulativas que adquiere su dinámica en los aspectos fiscales y monetarios.

### d) Desequilibrio externo.

Se experimentaba un serio desequilibrio externo luego de un severo proceso de ajuste. Este fenómeno adquiriría una inercia propia debido a la acumulación de deuda externa para financiarlo. Ello se traducía en costos crecientes del endeudamiento llegándose a muy altos spreads en las últimas refinanciaciones aplicados sobre una deuda creciente.

e) Pesadez y mora en las carteras bancarias.

El serio deterioro económico había afectado la capacidad de pago de las em-

presas y las garantías en favor del sistema bancario. Ello conspiraba en contra de un fluido funcionamiento del sistema económico ya sea por quiebra generalizada de empresas o por hiperinflación.

### f) Desequilibrio fiscal.

El déficit fiscal y parafiscal había llegado para el año que finalizaba en junio de 1985 a más del 10 o/o del PBI.

### g) Expansión Monetaria.

Como consecuencia de lo anterior se registraban tasas altas de crecimiento monetario, a pesar de las medidas de esterilización adoptadas.

### h) Expectativas.

Estas circunstancias habían originado y fortalecido una visión apocalíptica de la futura evolución de los precios y tipo de cambio en importantes sectores, al tiempo que se esperaban serios desórdenes financieros y monetarios.

## B) CRITERIOS GENERALES DE POLITICA MONETARIA Y FINANCIERA.

El criterio central de la política financiera del gobierno, ha sido mejorar la confianza pública en los instrumentos financieros domésticos, con la finalidad de crear las condiciones para financiar un nivel creciente de actividad económica, revertiendo la salida de recursos al exterior y superando la restricción de fondos de capital que tan severamente afectó el desenvolvimiento económico en la primera mitad de la década del 80.

Con esta finalidad se enfatizó:

### a) Desaceleramiento de la inflación.

El propósito era reducir ésta desde el nivel de 94 o/o (en términos anualizados) en el segundo trimestre de 1985 hacia un nivel de 60 o/o en el primer año

del programa, y a un nivel del orden del 50 o/o en 1986. La reducción del ritmo inflacionario constituye un objetivo esencial de todo programa económico-financiero, ya que la inflación es un síntoma de desórdenes muy profundos en el funcionamiento social, político y económico de una nación. Su reducción indica la decisión de poner bajo control y hacer explícitas las medidas de la política pública, acabando con las transferencias perversas que subyacen en una economía inflacionaria.

b) Mejorar el resultado de las operaciones en cuenta corriente del Balance de Pagos con la finalidad de reducir el ritmo de crecimiento de los pasivos externos, evitando de este modo el círculo vicioso de déficit alimentado por los intereses de la deuda. Ello a su vez debería facilitar un financiamiento del saldo permanente y de las operaciones de la cuenta de capital.

### 3.- PROGRAMA INICIAL

Tomando como referencia el escenario inicial descrito y los criterios generales de la política expuestos, se elaboró un programa económico-financiero comprensivo que permitía alcanzar los objetivos fijados por el gobierno.

En el campo financiero, las metas establecidas con esa finalidad fueron como ustedes recordarán, las siguientes:

#### DEFICIT FISCAL Y PARAFISCAL

6 o/o del PIB en el primer año del programa y un 5 o/o en 1986. Conviene situar estos números en relación a lo mencionado en la parte fiscal del escenario inicial.

#### RESERVAS INTERNACIONALES DEL BANCO CENTRAL.

Para los dieciocho meses del programa no se preveía variación en las reservas. Ello era el resultado de una pérdida de 50 millones de dólares durante el semestre junio-diciembre 1985 y una ganancia de 50 millones de dólares en el primer semestre de 1986, manteniéndose el nivel durante el último semestre de este año.

#### MONEDA Y CREDITO

Se fijaron las siguientes metas de crédito interno neto del BCU:

Variac. Jun-set/85 . . . 4.735 mill de NS  
Variac. Jun-dic/85 . . . 11.899 mill de NS

A su vez, se estableció que las metas de 1986 serían fijadas de acuerdo a la evolución de la demanda de recursos

monetarios, determinándose tentativamente metas provisorias.

Simultáneamente se preveían una expansión de 55 a 60 o/o en el agregado M1 y de 51 o/o en M2 durante el primer año del programa.

Como resulta claro de ello había implícita una aceleración en la velocidad producto del dinero (M2) de 5,6 o/o para el primer semestre del programa y de 7,8 o/o para el primer año del mismo.

Esta previsión surgió de la evolución histórica que hasta ese momento presentaba esta variable.

Las proyecciones del crédito al Sector Privado en moneda nacional contemplaba una expansión en el primer año del programa de 24.516 millones de NS.

#### DEUDA EXTERNA

Se establecieron las siguientes metas sobre la deuda externa del Sector Público (partiendo de un nivel inicial de US\$ 2.838 millones al 30/6/85).

Nivel meta al 30/09/85 . . . US\$ 2.922:

Nivel meta al 31/12/85 . . . US\$ 3.002:

Estas proyecciones tenían implícito un programa de refinanciación externa e interna compatible con los guarismos anteriormente expuestos.

#### 4.- CAMBIOS OCURRIDOS RESPECTO A LAS CONDICIONES SUPUESTAS

Las proyecciones originalmente efectuadas se hicieron sobre un conjunto de supuestos. La realidad mostró cambios importantes en las condiciones que prevalecieron en los hechos con respecto a las supuestas.

Los más importantes han sido:

a) Sustantiva variación en la demanda de activos financieros domésticos.

La reversión de la tendencia de la velocidad producto del dinero fue sumamente importante. Simultáneamente se produjo un excepcional aumento en la demanda por títulos de deuda pública que se asemeja al fenómeno anterior en sus aspectos fundamentales.

La explicación de ambos se atribuye habitualmente a una mayor confianza. Esta explicación, si bien es aceptable, omite la explicación del proceso decisivo de los agentes privados, cayendo en una racionalización de carácter residual.

Los logros de una mayor confianza se suelen producir a través de un com-

plejo proceso en donde juegan un rol importante aspectos tanto políticos como sociales y económicos.

Apuntando a estos últimos, a nuestro criterio, una mayor confianza puede ser explicada en base a ciertos factores que generaron un cambio de actitud en los agentes económicos.

Entre ellos podemos señalar: el control del desequilibrio fiscal; los acuerdos que en principio se han obtenido para la refinanciación de la deuda externa; una amplia coordinación entre el BCU y el BROU, el control de la política de ingresos; ausencia de oscilaciones bruscas en el mercado de divisas; la eliminación de la represión financiera, la aprobación legislativa y reglamentación de la refinanciación doméstica así como la baja en la tasa de interés externa.

En el marco anteriormente descrito, la reversión de la tendencia de la velocidad producto del dinero (Y/M) fue, como decíamos, muy importante. Durante 1984, la velocidad había crecido un 8,9 o/o y en el primer trimestre de 1985, el aumento había sido de 2,2 o/o.

La evolución durante el pasado año mostró un cambio sustancial en la tendencia. La velocidad no aumentó a menor ritmo, sino que decreció un 3 o/o entre marzo y diciembre de 1985.

Esta circunstancia generaba a la conducción monetaria un serio problema de opción entre dos enunciados que previamente habíamos formulado en la parte B de esta exposición.

Esta opción se puede sintetizar entre producir una revaluación del tipo real de cambio o permitir un aumento en la masa monetaria por encima de las metas originariamente anunciadas, aún cuando se mantuviera bajo estricto control el crédito doméstico.

A este respecto cabe mencionar que una mayor demanda de dinero, con una oferta dada, produciría una baja en el tipo nominal de cambio o una desaceleración en su ritmo devaluatorio.

Ello se debe a que la forma de obtener más dinero, cuando la cantidad nominal está fijada es a través de caídas en el nivel general de precios o en el contexto inflacionario actual en un menor ritmo de aumento respecto a la masa monetaria.

La combinación de precios de bienes y factores con distinta flexibilidad en esas circunstancias hubiera generado cambios apreciables en los precios rela-

tivos y un incipiente estado recesivo.

Este último hubiera presionado sobre la demanda de bienes, haciendo finalmente converger el nivel general de precios al requerido por las condiciones del mercado monetario. El costo de ello hubiera sido la recesión consecuente y la volatilidad de precios relativos con las consecuentes señales negativas al proceso inversor.

Adicionalmente se hubiera afectado la cuenta corriente del Balance de Pagos y la tasa real de interés. Esto último debido a que un tipo de cambio sobrevaluado requiere una mayor tasa de interés para equilibrar el balance de pagos.

La otra alternativa consistía, en permitir una mayor expansión monetaria, para abastecer la mayor demanda de dinero. Ello, bajo determinadas condiciones, no supone cambios serios en los precios relativos ni en la tasa de interés real, aunque puede acarrear algún costo en términos de interpretación de algunos agregados monetarios.

Hemos diagnosticado, este fenómeno de shock de ganancias de reservas, en parte, como de carácter estacional y sobre esta última base se determinó el curso de acción elegido en la coyuntura.

Cabe señalar, sin embargo, que el Banco Central es consciente que aumentos importantes y permanentes en la cantidad de dinero, alimentan la inflación, por lo que se adoptaron medidas de esterilización, las que se profundizarán si las circunstancias lo requieren.

Volveremos más adelante sobre estos aspectos.

b) La ganancia de reservas excedió el objetivo originariamente fijado.

Esto fue particularmente marcado en el primer trimestre de 1986. La ganancia de reservas internacionales netas del Banco Central del Uruguay fue en ese trimestre de 120 millones de US\$, esto es 70 millones de US\$ más de los 50 previstos en el programa inicial y en un contexto de un menor nivel de endeudamiento que el programado.

Esta ganancia de reservas altamente vinculada a mejoras reales en la cuenta corriente del balance de pagos (turismo, etc.), ha venido a abastecer la mayor demanda de dinero.

Como es obvio, este segundo cambio que estamos exponiendo está claramente vinculado al que presentamos primero. Se apunta separadamente sólo para efectos de una presentación que pue-

de ser más adecuada. En realidad, esa mayor demanda de dinero fue la que posibilitó que esa mejora real en la cuenta corriente se pudiera concretar en una ganancia de reservas. De otra forma se hubiera ido principalmente por la cuenta capital.

Tomando un tipo de cambio promedio del trimestre y aplicándolo sobre la mayor ganancia de reservas, más que explica la expansión de la base monetaria.

Estos cambios ocurridos han llevado a que el Banco Central adoptara energías medidas de esterilización. Las Letras de Regulación Monetaria crecieron de 4.200 a 11.200 millones de nuevos pesos entre diciembre y marzo.

Sin perjuicio de las medidas adoptadas para neutralizar el impacto de los cambios en los supuestos originales, la tasa observada de expansión de los agregados M1 y M2 se encuentra por encima de las presentadas en el programa monetario que acabo de explicar.

La evolución de los agregados monetarios señalados, sobre una base desestacionalizada, ha sido para el primer trimestre de 1986 la siguiente:

#### TASAS DE VARIACION DE AGREGADOS MONETARIOS

Primer trimestre 1986

(en o/o)

	Variaciones	Tasa Mensual	Variación Actualizada
M1	14.2	4.5	69.8
M2	14.1	4.5	69.5

En una primera instancia, el Banco Central está interpretando el fenómeno como de carácter estacional. Las medidas adoptadas han buscado neutralizar en parte algunos efectos, sobre la base de ese diagnóstico.

En todo caso se quiere abastecer la mayor demanda de activos financieros domésticos pero simultáneamente evitar su multiplicación creando crédito privado que luego podría verse obligado a ser contraído cuando desaparezca este fenómeno presuntamente estacional. Ello evita que se tenga que someter a la economía y al sistema financiero, a bruscos ajustes.

Sin embargo, se está realizando un seguimiento continuo de la evolución de los cambios existentes en los supuestos

iniciales, de forma de poder actuar sobre otras bases de hacerse más persistente el fenómeno expuesto. En esta línea de ideas, cuando presentemos algunos elementos básicos del programa para 1986 se pondrán de relieve algunos cambios en los supuestos iniciales.

Como explicaré luego, la evolución del crédito doméstico del Banco Central y del sistema comercial al sector privado es compatible con la inflación pautaada evitando de este modo fuertes fluctuaciones del nivel de actividad que resultan perniciosas al esfuerzo estabilizador y al propósito de una expansión económica sana, sostenida y duradera.

#### 5.- CUMPLIMIENTO DE LAS METAS ESTABLECIDAS

Como se recordará, en el Memorandum de Entendimiento con el FMI, se establecieron cuatro metas. Ellas fueron: Déficit fiscal, activos domésticos netos del Banco Central del Uruguay, endeudamiento externo y reservas internacionales netas.

El cumplimiento de las metas se expone a continuación.

La meta de déficit global del Sector

Público no financiero fue cumplida con holgura. En el primer trimestre del programa (julio-setiembre de 1985), sobre un tope de 3.050 millones de nuevos pesos se ejecutaron 1.669 millones de nuevos pesos. En el segundo trimestre (octubre-diciembre de 1985), sobre una meta de 4.970 millones de nuevos pesos se ejecutaron 2.800 millones de nuevos pesos quedando para el semestre un margen de 44 o/o sobre la meta. El resultado financiero del segundo semestre del año 1985 equivale a un déficit de aproximadamente 1.7 o/o del PIB. Esto revela de compararse con los guarismos anuales una baja en el déficit marginal muy significativa.

En el caso de activos domésticos netos del BCU sobre una meta de 4.735

millones de nuevos pesos se cumplieron 3.273 millones de nuevos pesos para el primer trimestre y para el semestre (julio-diciembre de 1985), sobre una meta de 11.899 millones de nuevos pesos se contabilizaron 9.512 millones de nuevos pesos quedando un margen de 2.387 millones de nuevos pesos.

En el caso de las metas sobre deuda externa total del Sector Público, se observa que sobre una meta de 3.002 millones de dólares de stock a fin de 1985 se obtuvo un guarismo de 2.936 millones de dólares o sea inferior en 66 millones al tope establecido. Resulta importante recordar este menor uso del endeudamiento para analizar las metas de reservas y expansión monetaria. Como señalábamos antes, esto revela que la performance de la cuenta corriente y movimientos autónomos de capital fue superior a la inicialmente proyectada. Esto debe ser cuidadosamente puntualizado pues explica buena parte de la conducta monetaria del BCU.

En cuanto a las reservas internacionales, sobre una meta de pérdida de 50 millones de dólares en el primer semestre del programa (julio-diciembre de 1985) se verificó al fin del mismo una pérdida de sólo 17 millones de dólares, sin computar la ganancia por la revaluación del oro.

## 6.- PRINCIPALES LINEAMIENTOS DEL PROGRAMA FINANCIERO 1986

El Sr. Ministro de Economía y Finanzas y el Sr. Director de la Oficina de Planeamiento y Presupuesto ya han expuesto algunos aspectos del programa económico-financiero para 1986.

Permítanme en esta oportunidad efectuar algunas consideraciones adicionales a efectos de que los agentes económicos puedan tener una información más completa del mismo.

El programa financiero para 1986, elaborado como es de conocimiento a mediados de 1985, ha sido adaptado, en el primer trimestre del presente año, tomando en cuenta una realidad distinta de la percibida entonces.

Los cambios principales que afectaron esa realidad consistieron en la baja del precio del petróleo y de la tasa internacional de interés, que en consecuencia se espera generen un mejor resultado en

la cuenta corriente de la balanza de pagos respecto a la originalmente prevista.

De otro lado, el stock de dinero con que se inicia el programa 1986, resulta sustancialmente superior al originariamente proyectado como resultado del mencionado crecimiento monetario del segundo semestre.

Adicionalmente y a diferencia del año anterior, tomando en cuenta la experiencia vivida, se proyectó una velocidad producto del dinero constante, en lugar de creciente.

Por razones de prudencia se adoptó



esta hipótesis y no una de velocidad descendente.

Los dos últimos factores nombrados anteriormente, permiten una mayor capacidad de financiamiento de la economía.

El supuesto respecto a la evolución del producto bruto interno se mantuvo, lo que implica programar un incremento de 2 a 4 por ciento para este año.

La hipótesis de precios se ubica en el orden del 50 o/o para el año civil, con una evolución descendente a lo largo del año. En este sentido conviene señalar que los desvíos respecto al programa original (junio 1985-diciembre 1986) se encuentran hasta marzo en un nivel, que anualizado, alcanza 6,7 o/o y que se genera casi exclusivamente en diciembre y enero pasados.

La mejora en las finanzas públicas

permite proyectar un déficit de 13.000 millones de NS en el sector público no financiero y BHU, el cual unido al desequilibrio para fiscal de 27.488 millones sitúan el déficit total en un 4,9 o/o del PBI previsto para el año 1986. Esto supone una reducción real equivalente a la tercera parte del déficit registrado en 1985, estimado en 7,5 o/o del PBI.

Este déficit se cubrirá con recursos externos por 126,5 millones de US\$ (neto de ganancias de reservas del Banco Central) y con recursos internos por 19.000 millones de NS.

Es destacable que, por primera vez en muchos años el Sector Público no financiero no requerirá recursos netos de la Autoridad Monetaria.

La expansión de crédito doméstico neto del BCU para 1986 fue proyectada en NS 11.000 millones.

A nivel trimestral se han establecido las siguientes variaciones.

1er. trim	.....	-7.800
2do. trim	.....	2.600
3er. trim	.....	4.100
4to. trim	.....	12.100

Como ustedes saben, la definición de crédito doméstico surge de la diferencia entre la Base Monetaria (circulante más encajes de los bancos privados) menos el nivel de reservas internacionales<sup>(1)</sup>

En el caso del crédito al Sector Privado en moneda nacional del sistema bancario comercial se contempla una expansión de un 2 o/o real.

Respecto a la posición de reservas, se prevé una ganancia de US\$ 50 millones manteniendo de este modo la mejora ya lograda al fin de 1985 con respecto al programa inicial.

Con referencia a la deuda externa total del Sector Público, partiendo de un nivel de US\$ 2.936 millones para diciembre de 1985, se ha establecido un límite de US\$ 3.122 millones para fines de 1986.

En cuanto a los agregados monetarios las metas (2) son: que la base monetaria del programa, definida como circulante en poder del público más el encaje de la banca privada, tendrá un incremento en torno al 52 o/o; los agregados monetarios M1 y M2 tendrán un incremento en torno del 51 o/o.

Los crecimientos antes señalados son compatibles con la ganancia de re-

(1) - A estos efectos la valuación del oro se efectúa a US\$ 42 la onza troy

(2) - Estos valores deben tomarse como de tendencia central de las variables.

servas y un incremento de 2 o/o real en el crédito de la banca comercial al Sector Privado, por la circunstancia ya señalada, de que el Sector Público no financiero se financia enteramente con fondos externos.

El propósito del programa expuesto para 1986 es establecer un marco adecuado para el crecimiento ordenado concomitantemente con un enlentecimiento del ritmo inflacionario.

Se plantea mantener la política de flotación cambiaria, tomando en consideración los factores estacionales de nuestras transacciones externas, a efectos de evitar cambios no deseados en el nivel real del tipo de cambio. Al respecto cabe recordar que se han establecido metas fijas de crédito interno de la Autoridad Monetaria.

Para preservar el esfuerzo antiinflacionario, las metas monetarias deben guardar una debida coordinación con la política de ingresos. Dada la rigidez de la política crediticia, una contradicción con esta: a) incrementaría seriamente los riesgos de un receso importante y b) redundaría en una ganancia de reservas no deseada motivada por las necesidades de emisión que la mencionada política de ingresos generaría, dada la intención de preservar el tipo de cambio real.

Adicionalmente, para afirmar la política anterior, si se produjeran ingresos adicionales de divisas, por mejor cuenta corriente o entrada de capital, se permitirá su monetización pero se esterilizará la expansión secundaria resultante.

Aunque ya es conocido y percibido por los agentes, es importante señalar, el alto grado de colaboración que ha tenido el BCU por parte del Banco de la República en la ejecución de las políticas monetaria y cambiaria, lo que ha permitido llevar adelante el programa financiero sin grandes sobresaltos en un contexto por demás complicado por los fuertes cambios experimentados y las condiciones iniciales.

Finalmente, queremos detenernos en el tema del endeudamiento interno. El mismo ya ha sido dotado de un marco legal y reglamentario. Los plazos legales para la presentación de las solicitudes de acogerse a la ley vencen a fines de abril. El más rápido diligenciamiento en su ejecución será una condición básica para poder concretar el esfuerzo de crecimiento en que estamos empeñados. De lo contrario, el mercado de crédito operará en forma muy imperfecta y gran parte de los objetivos de la política financiera y monetaria destinada a financiar la actividad productiva se verán restringidos a lo que podemos agregar efectos distorsionantes sobre la tasa de interés.

Conforme con lo dispuesto en la ley, el Directorio del Banco Central ya ha designado a la Comisión de Análisis Financiero y sigue con toda atención el desarrollo de la ejecución de la ley y su reglamentación y pondrá todo su esfuerzo para un mejor y rápido cumplimiento de las mismas.

Para el año 1986, como objetivo de

largo plazo la acción del Banco Central se encaminará a crear un marco financiero y monetario que fortalezca el crecimiento económico en un contexto de inflación declinante.

Las metas expuestas en los agregados monetarios, así como para el crédito doméstico neto del Banco Central, del endeudamiento y las reservas internacionales netas son consistentes, en el escenario interno y externo actualmente previsible, con el déficit fiscal y parafiscal y su financiamiento, así como con el financiamiento de los niveles de actividad proyectados.

Nuestras responsabilidades en el Banco Central nos hacen sentir una especial satisfacción por el serio esfuerzo fiscal que se viene realizando traducido en una drástica reducción del déficit, por sus repercusiones favorables en cuanto a la inflación y el endeudamiento.

La coordinación de las metas monetarias y fiscales con otras variables nominales, aumentarán la consistencia del programa económico.

Junto a la política pública, y de enorme importancia para el éxito de la misma aparecen las expectativas de los agentes económicos.

La concordancia entre ambas será vital para consolidar e incrementar los primeros indicadores de crecimiento que estamos experimentando, luego de varios años de retroceso.