

Cr. Ricardo Pascale

Sector externo, tipo de cambio

En esta oportunidad hemos seleccionado para desarrollar, tres aspectos que estimamos son de interés para los empresarios que no habíamos tenido oportunidad de presentar anteriormente.

Ellos son consideraciones sobre:

- a) Sector externo.
- b) Tipo de cambio real.
- c) Tasa de interés.

a) LA BALANZA DE PAGOS DE 1985

A los efectos de exponer los resultados de la balanza de pagos durante 1985, la vamos a dividir en:

- I. cuenta corriente.
- II. cuenta capital.
- III. errores y omisiones.
- IV. reservas internacionales netas.

I. La cuenta corriente, arroja un déficit de US\$ 108 millones, cuya desagregación reparemos seguidamente. En la balanza comercial se alcanzó un superávit estimado en 178,2 millones de dólares, el cual resultó inferior al correspondiente a 1984. Ello se dio, en un contexto de caídas, tanto en exportaciones como importaciones. Este comportamiento de las exportaciones estuvo explicado principalmente por el deterioro sufrido durante el primer semestre del año y se operó a través de una caída especialmente de los rubros tradicionales. Esto se debió fundamentalmente a una caída en el nivel de precios ya que el volumen aumentó.

En el caso de las importaciones se verificó una declinación de 8%, pero a diferencia de las exportaciones, esta variación se explica de manera principal por cambios en el volumen físico. Esto revela que el superávit comercial se logró en un contexto donde hasta el segundo semestre no había síntomas de crecimiento

negativa que se venía verificando a lo largo de toda la década de 1980.

Como se sabe, los débitos en esta cuenta, se suelen asociar a fuga de capitales. Tal fue la situación de los años 1981 a 1984, en donde se registra un total de débitos del orden de US\$ 1.820 millones.

En 1985, cambia el signo, produciéndose un ingreso de capitales de US\$ 227 millones, en lugar de una fuga.

Esto, es a nivel de la balanza de pagos, una cuantificación de demostración de confianza. Este ingreso de capitales puede orientarse ya sea a la constitución de activos, como a la disminución de deudas. Este punto se podrá vincular más adelante con el comportamiento de la deuda externa neta.

IV. En cuanto a las reservas internacionales netas se verificó una disminución del orden de 65 millones de dólares en el Banco Central. Ello resultó muy inferior a la baja que había sido prevista como ya explicara en mi exposición en la Academia Nacional de Economía del pasado abril.

Por otra parte debo señalar que el sistema bancario comercial oficial y privado acumuló importantes reservas en el exterior así como prestó internacionalmente a sectores no residentes, lo cual de alguna forma constituye una masa de activos en el exterior.

Si bien a la fecha no se dispone de datos completos sobre las transacciones externas en lo que va del año, puede afirmarse que desde el último trimestre de 1985 se ha operado una sensible mejora en el volumen de las corrientes comerciales. Los registros de exportaciones en los primeros 5 meses del año 1985 superan en 20% las cifras de igual período de 1985. Otro tanto ha ocurrido con los ingresos provenientes del turismo donde se registró una de las mejores temporadas de

La reducción de la deuda neta se produce por primera vez en la década actual, y es casi totalmente explicada por un saldo favorable en "Errores y omisiones" que como ya señalamos tuvo un cambio de tendencia muy auspicioso.

Ello es un síntoma claro del quiebre de expectativas pesimistas prevalecientes desde los años de la sobrevaluación cambiaria, 1980-81.

c) Conciliación de las variaciones del endeudamiento externo a partir de la balanza de pagos y de los cuadros de endeudamiento.

Como se sabe, el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos es equivalente —suponiendo neutro el efecto de "errores y omisiones"— al aumento de la deuda externa neta del país.

En la práctica, la deuda neta externa de la economía se modifica no solamente por el saldo en cuenta corriente (compras netas de bienes y servicios al exterior) sino también por las operaciones con el exterior no registradas (o, más propiamente, de registro parcial) que aparecen en la balanza de pagos, como ya dijimos, bajo el título de "errores y omisiones netas". Así, si una empresa residente ingresa fondos del exterior provenientes de sus exportaciones del ejercicio pasado, el aumento de las reservas bancarias y la consiguiente reducción de la deuda neta no serán explicadas por la cuenta corriente sino por "errores y omisiones". Lo mismo ocurre cuando un particular residente adquiere divisas en el sistema bancario y no las deposita; la deuda neta aumenta (por baja en las reservas), teniendo por contrapartida los "errores y omisiones" calculados residualmente entre los movimientos registrados y la variación de reservas.

De acuerdo con lo anterior, el aumento

En base a estas consideraciones y a los efectos de facilitar la citada reconciliación, en el Anexo II se muestra la variación de la deuda neta en 1985 partiendo de la balanza de pagos y sectorizada según el cuadro de endeudamiento. En el anexo III, se presenta una serie que muestra desde el año 1981 a 1985 la evolución de la deuda externa neta total, a partir de la balanza de pagos. Es destacable la sensible reducción de la deuda externa neta explicada totalmente por la caída de la deuda del sector privado.

d) Aspectos sobre la estrategia del endeudamiento externo.

El endeudamiento externo ha sido para nosotros motivo de especial atención en cuanto a sus repercusiones como a la estrategia de su administración.

Con respecto al primero de los aspectos debemos señalar que para nuestro país el endeudamiento externo constituye indudablemente una de las principales restricciones para el crecimiento, y para la estabilización interna.

El servicio de deuda impone limitaciones a la capacidad de la economía para importar los insumos y bienes de capital que requiera su expansión económica.

Esta situación de alto endeudamiento tiende a perpetuarse, a menos que se elimine el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos o que exista un ingreso de capitales, como el que referenciábamos de "errores y omisiones" que supere el déficit de aquella.

Las limitaciones para la política de estabilización interna que provienen de la situación de endeudamiento externo son también conocidas. Actualmente el déficit del sector público —fiscal y parafiscal— es enteramente explicado por los intereses pagados al exte-

físico. Esto revela que el superávit comercial se logró en un contexto donde hasta el segundo semestre no había síntomas de crecimiento, como así también de deterioro de los términos de intercambio. De no crecer las exportaciones vigorosamente resultará difícil recuperar los niveles de inversión y consumo alcanzados a principios de la década, ya que se encuentra limitada la posibilidad de recurrir a endeudamiento adicional.

En el caso de la cuenta de servicios corresponde señalar lo siguiente:

Turismo: se verificó una importante mejora en el turismo receptivo de aproximadamente 12%, alcanzando la suma de US\$ 235 millones que lo convierte en el primer rubro de ingreso en cuenta corriente. El saldo neto fue de US\$ 73 millones.

Fletes seguros y otros: no se verificaron grandes cambios en su evolución arrojando un saldo neto de US\$ 10 millones negativo.

Intereses: La evolución de este concepto resulta fundamental para la cuenta corriente dado el actual nivel de la deuda externa.

Durante 1985 el saldo de esta cuenta fue de US\$ 352 millones netos negativos, lo cual implica una baja respecto a 1984 aun cuando la deuda externa neta (exceptuando el oro de las reservas) aumentó significativamente durante 1984 (más de 225 millones). Por otra parte debe señalarse que en esta cuenta indirectamente se refleja el costo de oportunidad de mantener reservas en oro por aproximadamente US\$ 750 millones, sin que simultáneamente se registre el concepto paralelo de variaciones en el precio del oro.

II. En la **cuenta capital** se verificó un saldo negativo de US\$ 184 millones en las operaciones registradas por este concepto y que obedecen a operaciones de inversión del sector bancario en el exterior así como a repagos de deuda no refinanciable por parte del sector público.

III. Los movimientos del sector privado residente que no son susceptibles de un relevamiento completo o de sectores no residentes que invierten fuera del sistema bancario o de la deuda pública, encuentran su expresión en el rubro de "errores y omisiones" que recoge las diferencias entre los registros de la cuenta corriente y de capital por un lado y el rubro de reservas internacionales netas, por otro.

En él se observa una excepcional incremento de US\$ 227 millones que revierte una ten-

drizado de 1985. Otro tanto ha ocurrido con los ingresos provenientes del turismo donde se registró una de las mejores temporadas de los últimos años. Si bien paralelamente se observa una revitalización de las importaciones, es indudable que estas tendencias permiten pronosticar que 1986 cerrará con una sensible mejora en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

En cuanto a las transacciones de capital se observa un fluido ingreso de fondos, principalmente bajo la forma de inversiones financieras que en buena medida han financiado la ganancia de reservas operada hasta el presente en el Banco Central, y que a fin del mes pasado superaba los US\$ 140 millones.

Todo lo anterior hace presumir que el saldo de la balanza de pagos del corriente año alcanzará holgadamente la meta formulada oportunamente, consistente en un superávit global de US\$ 50 millones.

b) Evolución del endeudamiento externo durante 1985.

La evolución del endeudamiento externo, lo dividiremos en:

I) sector público, II) sector privado y III) deuda externa total.

I) Sector público.

La deuda externa neta del sector público se incrementó en 1985 en US\$ 156,7 millones, lo que representa un crecimiento del orden del 8% en términos nominales o sea alrededor del 4% real.

Esta evolución es sensiblemente inferior a la registrada en años anteriores. La deuda externa neta era negativa en 1981 (-687,6 millones de dólares) y pasa a positiva en 1982 US\$ 874 millones. Luego crece en 1983 un 92% y un 16,5% en 1984, ambos en términos nominales.

II) Sector privado.

La deuda externa neta del sector privado decrece en US\$ 281 millones, luego de haber crecido durante 1984, en 18%.

III) Deuda externa neta total.

Como consecuencia de los dos anteriores comportamientos se produce una reducción durante 1985, de la deuda externa neta total de US\$ 125 millones, o sea el 4% nominal. El efecto de las variaciones en el precio del oro por un lado, y un efecto contrapuesto debido a cambios en los arbitrajes, sobre la porción de deuda denominada en divisas distintas al dólar, son apreciables, y como se puede ver en anexo II ellas se neutralizan.

movimientos registrados y la variación de reservas.

De acuerdo con lo anterior, el aumento (disminución) en la deuda neta podría calcularse como la suma del déficit (superávit) en cuenta corriente de la balanza de pagos más el saldo deudor (acreedor) en "errores y omisiones netos".

Sin embargo, la deuda neta se modifica además por los cambios en las cotizaciones del oro y de las divisas que componen los activos de reservas y la deuda bruta. En la balanza de pagos no se registran los cambios de dichas cotizaciones del metal y las transacciones en divisas distintas del dólar se contabilizan al arbitraje histórico, de modo que la variación de deuda neta que surge de este registro debe ajustarse por estos cambios de cotización para hacerlos compatibles con la variación del stock de la deuda neta entre el principio y el fin de cada año.

El Banco Central publica, además de la balanza de pagos, el cuadro sobre "Endeudamiento externo de Uruguay", que muestra el saldo de la deuda bruta y neta a fin de cada año. Allí se define a la deuda neta de cada sector como la diferencia entre la deuda bruta y los activos de reserva del sistema bancario. Por lo tanto, para que su variación coincida con los flujos de la balanza de pagos (ajustados por valuación según se expresó anteriormente) es necesario adicionar los movimientos producidos en aquellos activos externos que no se incluyen en el cuadro, por ejemplo los activos bancarios que no son de reservas.

II. Variación Deuda Neta según Cuadro de Endeudamiento.

	Variación Según Cuadro Deuda	Ajustes	Variación Ajustada
1. Deuda bruta sector público	388,0	—	388,0
2. Reservas brutas BCU	88,6	0,5 1/	89,1
3. Reservas brutas BROU	142,2	—	-142,2
4. Deuda neta s. público (1-2-3)	157,2	-0,5	156,7
5. Deuda bruta s. privado	-158,6	—	-158,6
6. Activos externos s. privado	-5,6	128,5 2/	122,9
7. Deuda neta s. privado (5-6)	-153,0	-128,5	-281,5
8. Deuda neta total (4+7)	4,2	-129,0	-124,8

1/ Por aumento otros activos BCU.

2/ Por aumento otros activos Bca. privada 63,3 y por aumento financiación de exportaciones 65,2.

co fiscal y parafiscal es enteramente explicado por los intereses pagados al exterior. Existen dos maneras de pagar el déficit:

ANEXO I Resumen Balanza de Pagos 1985

Cuenta Corriente	-108,1
Balanza comercial	178,2
Exportaciones FOB	853,6
Importaciones FOB	-675,4
Viajes	73,1
Intereses dividendos y utilidades	-351,8
Otros	-7,6
Cuenta Capital	-184,2
Sector no financiero	100,7
Sector financiero	-284,9
Errores y Omisiones	227,1
Ajuste valuación transacción oro	0,4
Balanza global	-64,8

ANEXO II

I. Variación Deuda Neta según Balance de Pagos

1. Déficit en c/corriente	108,1
2. Errores y omisiones	-227,1
(1 + 2)	-119,0
3. más: Diferencias arbitrajes	52,2
4. menos: Diferencias cotización oro	-58,0
Total variación deuda neta	-124,8

real y tasas de interés

nueva deuda o expansión monetaria.

Así el propósito de contener la inflación puede redundar en un incremento de la deuda alimentando la fuente de nuevo déficit en un verdadero círculo vicioso.

De allí en buena medida, la especial importancia que atribuimos al abatimiento del déficit total, en el cual se aprecian logros significativos, ya expuestos en otras oportunidades.

Nuestra estrategia global de endeudamiento, tomando en cuenta la tasa de crecimiento de las exportaciones, del producto bruto interno y del consumo público, es que decrezca en términos reales entre el 1 y 2% anual. Estas tasas de decrecimiento se pueden acelerar si existe inversión directa o repatriación de capitales. En este sentido el año 1985 es muy alentador como ya se puso de manifiesto.

APRECIACIONES SOBRE EL TIPO DE CAMBIO REAL

Esta sección la dedicaremos a exponer algunos aspectos sobre un tema importante dentro de la política económica. Este es el tipo de cambio real.

El mismo lo desarrollaremos en tres partes fundamentales:

a) Algunas conceptualizaciones en donde recordaremos ciertos aspectos básicos sobre el tipo de cambio, tipo de cambio ponderado por el comercio y el tipo de cambio real.

b) Se incluirán algunas estimaciones sobre la evolución del tipo de cambio real.

c) Consideraciones sobre la importancia que le asignamos al tema y referencias sobre la política acerca del mismo.

a) Algunas conceptualizaciones.

La moneda local ha perdido totalmente su valor. En realidad, la moneda local se depreció un 50%. Pasó de \$ 1 = US\$ 0,02 a \$ 1 = US\$ 0,01, con lo que con un peso se compra la mitad de moneda extranjera que antes.

De todas formas, y a los efectos de no agregar complicaciones, en esta oportunidad seguiremos con lo que es práctica habitual en nuestro país. Esto es, expresar la cantidad de moneda nacional que cuesta comprar una unidad de moneda extranjera.

Dado que existen muchos países y cada uno de ellos con su moneda, debe tenerse presente que el concepto de tipo de cambio no debe aproximarse al de un solo país, sino a los distintos países. En este sentido, es apropiado hablar de **tipo de cambio ponderado por el comercio**. Este sería un promedio de los distintos tipos de cambios ponderados, por ejemplo, para el caso de Uruguay, por la participación que tiene en el comercio cada país; el que denotamos como E.

Con referencia al **tipo de cambio real** pueden darse varias definiciones.

Una de ellas, acaso la más comúnmente utilizada —aunque no necesariamente en los medios académicos— es la que lo reconoce como una medida del tipo de cambio que recoge las variaciones del poder de compra entre Uruguay y el resto del mundo.

En este sentido puede ser definido cuando se toma un conjunto de países:

$$TCR = E \times P^*$$

P

donde: E = índice de tipo de cambio nominal ponderado por el comercio, expresado en cantidad de N\$ por unidad de moneda extranjera.

P = índice de precios internos.

P* = índice de precios externos.

merciables.

P

H = Índice de precios internos de bienes no comerciables.

Si para el cálculo del tipo de cambio real se toman en lugar de índice de precios, los índices de costos de producción internos y externos, se llega a otro indicador de competitividad, de utilidad en ciertas aplicaciones. En estos casos es difícil obtener indicadores confiables de costos de producción. En su lugar, a menudo se utiliza el costo de la mano de obra, los cuales no siempre son fáciles de obtener para los restantes países.

b) **Estimaciones sobre el tipo de cambio real.**

Veamos ahora algunos cálculos correspondientes al tipo de cambio real en nuestro país.

En la sección anterior se puso de manifiesto que el tipo de cambio nominal no es el referido a una moneda, sino que surge de un promedio ponderado de los tipos de cambio de los países con los cuales se mantienen relaciones comerciales.

El Banco Central calcula permanentemente índices de tipo de cambio real 1/. Asimismo está prevenido de las limitaciones que pueden tener estas estimaciones 2/.

Nuestros cálculos abarcan el índice de tipo de cambio real tanto para países individualmente considerados como un índice promedio.

Los resultados para el promedio de nueve países (Alemania, Argentina, Brasil, Francia, Estados Unidos, Italia, Japón, Países Bajos y Reino Unido), arrojan un mejoramiento en el período comprendido entre junio de 1985 y abril de 1986 del 12,3%.

Ello surge de las siguientes variaciones:

Tasas de variación (en %)

que lo externos, lo que a su vez supone una mejora en la competitividad de la producción nacional.

Esta mejora de competitividad alcanza a todos los bienes comerciables, tanto a los exportables como a los importables, lo que estimula aumentos en la producción de ambos tipos de bienes.

Del lado del consumo, el cambio de precios relativos desestimula la demanda de bienes transables; aumentando los saldos exportables y reduciendo la demanda de importaciones.

En resumen, un incremento del tipo de cambio real se traduce en un aumento del nivel de actividad de los sectores que producen bienes comerciables y en una mejora del saldo de la balanza comercial.

Ambos objetivos tienen especial relevancia en la coyuntura actual.

Por un lado, la reactivación del sector real solo podrá ser duradera si es liderada por los sectores exportadores, no afectados por la restricción impuesta por la pequeñez del mercado interno. Por otra parte, buena parte de las actividades de exportación no tradicional son de carácter trabajo —intensivo, y por consiguiente, su expansión podría contribuir a una reducción sustancial del desempleo.

Por estos motivos, entre otros, la política del tipo de cambio real es prioritaria para nosotros.

La política cambiaria continua siendo en régimen de flotación, procurando que no existan desvíos importantes, respecto de la tendencia compatible con el mantenimiento de un tipo de cambio real adecuado para la competitividad de nuestra producción exportable, así como con las metas inflacionarias.

a) Algunas consideraciones conceptuales.

Antes de ingresar al tipo de cambio real, recordaremos que el **tipo de cambio** es el precio de una moneda medido en otra moneda. O si se quiere explicar de otra manera, qué cantidad de una moneda extranjera (dólar, por ej.) se puede comprar con un nuevo peso. Esta definición, que es habitual, no es lo que suele encontrarse en la práctica de algunos países en donde el tipo de cambio se fija en el precio de moneda nacional que cuesta adquirir una unidad de moneda extranjera. Esto es frecuente en muchos países. En el nuestro, por ejemplo, es la que se usa habitualmente. Se suele decir el tipo de cambio es, por ejemplo, N\$ 145 por US\$ 1 en lugar de decir que N\$ 1 = US\$ 0,0069.

Explicar el tipo de cambio como se hace en países como el nuestro trae algunas confusiones en cuanto a apreciación y depreciación de la moneda. Así por ejemplo, si el tipo de cambio pasa de US\$ 1 = \$ 50 a US\$ 1 = \$ 100, en un país se suele expresar que se devaluó un 100%. Ello, en definitiva, querría de-

P = índice de precios internos.

P* = índice de precios externos.

Las variaciones en el tipo de cambio real así definido implica variaciones del mismo signo en el precio relativo de los bienes comerciales (aquellos cuyos precios se determinan por los precios internacionales y el tipo de cambio, si no existen cambios en la política comercial) y los no comerciales (cuyos precios se determinan en base a la oferta y demanda domésticas).

De allí que con frecuencia, en la literatura económica sobre economías pequeñas y abiertas, en donde los precios de los bienes comerciables están determinados por los precios internacionales y el tipo de cambio, el tipo de cambio real se define como:

$$TCR = \frac{P}{P^*} \cdot \frac{T}{H}$$

P = Índice de precios internos de bienes co-

**ANEXO III
VARIACION EN LA DEUDA NETA, 1981-85
(Millones de US\$)**

	1981	1982	1983	1984	1985
1. Déficit en Cuenta Corriente	478,2	468,2	171,1	129,2	108,1
2. Errores y Omisiones	141,6	1.261,5	248,7	113,4	-227,1
3. Dif. valuación oro	752,6	202,0	256,0	220,0	-58,0
4. Dif. por arbitrajes	-52,5	-11,5	57,3	-15,4	52,2
5. Total variac. D. neta	1.320,2	1.516,2	733,1	447,2	-124,8
6. Variac. deuda neta Sector público	1.014,0	1.562,7	803,5	273,7	156,7
7. Variac. deuda neta Sector privado	306,2	-46,5	-70,4	173,5	-281,5

**ANEXO IV
EVOLUCION DE LA DEUDA EXTERNA POR SECTORES 1/
(Millones de US\$)**

	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Deuda Externa Neta Sector privado	766,6	1.072,8	1.026,3	955,9	1.129,4	847,9
Deuda Externa Neta Sector Público	-1.702,6	-688,6	874,1	1.677,6	1.951,3	2.108,0
TOTAL	-936,0	384,2	1.900,4	2.633,5	3.080,7	2.955,9

1/ Ajustada por las variaciones de "otros activos del sector bancario".

Ello surge de las siguientes variaciones:

Tasas de variación (en %)	
Tipo de cambio nominal (Nuevos pesos por un dólar)	50,7
Precios mayoristas del Uruguay	52,3
Tipo de cambio deflactado	-1,1
Promedio Ponderado por comercio de los precios de los 9 países, medidos en dólares USA	13,4
Tipo de cambio real E x P*	12,2
P	

1/ La metodología de cálculo puede verse en el documento "Indicadores de competitividad", E. Nattino, B.C.U., 1985.

2/ Así se consideran que no hay cambios en políticas comerciales o mayores subsidios, la definición de la base del índice, los índices de precios a utilizar, las ponderaciones, etc.

Como puede apreciarse, las tasas de variación del tipo de cambio y de los precios mayoristas fueron muy similares en el período, con lo cual el tipo de cambio deflactado tuvo una ligera variación. Pero el hecho de que los precios en dólares en los países considerados haya crecido más de 13% en ese lapso, determina una mejora superior al 12% en el tipo de cambio real.

Naturalmente, en la vida práctica no necesariamente todo el beneficio derivado de la depreciación del dólar es captado, por ejemplo por los exportadores.

Es importante tener presente que, toda vez que se decide efectuar una estimación del tipo de cambio real a nivel general, no debe limitarse a tipo de cambio nominal frente al dólar y sus correcciones por precios externos e internos.

Por el contrario, debe tomarse un índice de tipos de cambio ponderado por comercio, lo que en definitiva, en el caso específico que nos ocupa, incluye las variaciones de cotización del dólar frente a otras monedas que en promedio fue del 18%. Como es fácil deducir existe una diversidad de situaciones de competitividad para cada país en particular.

c) Aspectos de la importancia del tipo de cambio real y la política sobre el mismo.

Partiendo de la primera definición, se observa que un aumento del tipo de cambio real implica que los precios internos medido en dólares aumentan menos (o disminuyan más)

APRECIACIONES SOBRE LA TASA DE INTERES

El desarrollo de este tema se dividirá en dos partes fundamentales: a) una consideración conceptual del fenómeno, y b) las políticas que ha seguido el Banco Central.

a) Algunas consideraciones conceptuales

El desarrollo y evolución de las tasas de interés han sido siempre un elemento vital de juicio de la situación económica, de las políticas que se están llevando a cabo y de las expectativas de la población respecto a un futuro cercano.

A los efectos de explicar cual ha sido la política que se ha seguido en sus operaciones de intermediación financiera nos pareció prudente hacer una breve introducción conceptual del fenómeno de tasas de interés.

La tasa de interés es el precio al cual se transan capacidad de consumo o gasto inmediato por capacidad de consumo o gasto futuro. Tiene esencialmente una dimensión temporal.

Simultáneamente, podemos decir que la tasa de interés 3/ es el precio que equilibra el mercado de capitales y como tal tiene un efecto de asignación y otro de retribución.

En cuanto a la asignación determina la cantidad de capital atribuible a cada proyecto, descartando aquellos que no cubren el costo de uso del capital.

En cuanto a su rol como factor de retribución, la tasa de interés compensa a los propietarios del capital financiero o sea quienes proveen dichos recursos.

3/ Nos referimos, claro está a la tasa de interés real.

En una economía monetaria, es necesario distinguir entre tasa de interés nominal y tasa de interés real. Ex-ante, la diferencia entre ambas resulta de la inflación esperada. 4.

Otro aspecto es la tasa de interés ex-post real que depende de como operó el sistema económico.

En una economía monetaria, vinculada financieramente al exterior, la tasa de interés interna en moneda extranjera depende de la tasa internacional y del riesgo país. En el caso

de las operaciones en pesos depende adicionalmente de la tasa de devaluación esperada y del riesgo cambiario. Infiere también como es lógico la tasa de rendimientos nominales de activos físicos alternativos.

En una economía cerrada influyen en la determinación de la tasa de interés en el largo plazo, la preferencia temporal, el incremento de población y el ritmo de cambio tecnológico. En una economía abierta, del tipo de Uruguay, en el largo plazo y con perfecta movilidad de capitales, el país se vuelve tomador de precios y estructura sus flujos de recursos y demanda por los mismos a ese nivel de precio mencionado. En otras palabras, el flujo de capitales desde el exterior es equivalente al exceso de inversión sobre ahorro a las tasas consistentes con las tasas internacionales más el riesgo país.

Esto implica que la tasa de interés doméstica se ve condicionada estrechamente por los desarrollos de las tasas internacionales de interés. Ello se ha visto agudizado en los últimos años por el extraordinario desarrollo de los medios de comunicación y de la tecnología aplicable al sector financiero que ha llevado a una creciente internacionalización de los mercados de dinero y crédito.

Desde este punto de vista existen, a nuestro entender criterios que el manejo de los instrumentos públicos determinantes de la tasa de interés doméstica no debe ignorar.

Existe una tasa de interés de equilibrio que como hemos dicho, permite mantener una consistencia entre los flujos externos de capital y la brecha entre inversión y ahorro en el país. Si la tasa de interés determinada por los instrumentos de política monetaria se aparta de ese nivel, se generarán desequilibrios cuya corrección origina movimientos de reservas internacionales o de tipo de cambio que tenderán a restablecer la situación de equilibrio. La tasa de interés que se fije sobre los instrumentos públicos no puede, además, diverger sustancialmente con el nivel compatible con las restantes proyecciones del programa. Debe tenerse en cuenta que se trata de una variable endógena que debe satisfacer las restricciones que el programa impone. Por esta razón, los instrumentos públicos que fijan la tasa de interés —principalmente la deuda pública— deben tender a fijarla dentro de los límites señalados.

Esta consideración ha sido muy en abstracto y no ha incursionado en los aspectos vinculados al sistema de intermediación doméstica y en la diferencia entre tasas activas y pasivas de interés y los determinantes del "spread". En gran medida éste depende, en lo que no resulta costo de intermediación pura, del nivel de encajes obligatorios que fije la autoridad monetaria y de la remuneración que por ellos otorgue, así como del riesgo particular del tomador.

b) Políticas

Dada esta descripción de los determinantes de las tasas de interés, la política oficial seguida fue la siguiente:

1. Diseñar un programa de reordenamiento económico que permitiera afrontar la delicada situación que recibiera el gobierno constitucional. Ello permitirá bajar sustancialmente la prima de riesgo que se estaba abonando tanto en operaciones domésticas como externas.

La baja del "spread" sobre Libor en las Letras de Tesorería en dólares es quizás el mejor testimonio del éxito de esta política.

2. En el caso de las operaciones en moneda nacional, las tasas de interés por depósitos en institutos oficiales y en deuda pública se ha tendido a acompañarla con el descenso programado en la tasa de inflación y de la evolución del arbitraje con fondos externos. El mejor indicador que hemos seguido es proceder a una baja sistemática mientras persista el flujo de capitales externos y la presión vendedora en el mercado de divisas. Se ha buscado preservar el equilibrio con los rendimientos externos sin incurrir en una seria negatividad en las tasas de interés. Esto es, no sólo se ha observado la tasa externa sino también el mercado doméstico y la evolución de la

inflación.

3. Se ha procurado coordinar el accionar de las instituciones públicas, esto es la política de tasas pasivas de los bancos oficiales y los ofrecimientos de Letras de Tesorería o de regulación monetaria por parte del Banco Central. Ello apunta a evitar desequilibrios con la política económica general.

4. El Banco República y el resto de la banca comercial en poder del Estado ha seguido una cuidadosa política de "spread" de modo de evitar manifestaciones anormales en los mismos. Ello intenta preservar un margen de ganancia normal en esa actividad impidiendo potenciales ganancias oligopolísticas.

5. En los meses recientes se han producido fuertes rebajas en la tasa de interés nominal, que en el caso del Banco Central alcanzaron 2% durante el mes de mayo.

En resumen, de acuerdo con lo anterior, la política de tasa de interés ha operado siguiendo la tendencia de las tasas del mercado a través de la administración de la tasa en los instrumentos financieros públicos y a través de la coordinación con la banca oficial.

Como línea más general se ha buscado que la tasa de interés se ubique en un nivel compatible con los objetivos del programa económico. Para ello la tasa de interés ha venido acompañando la desaceleración inflacionaria que el gobierno ha procurado como objetivo de política. La baja en la tasa de interés real ha sido posible porque se han diluido las expectativas devaluacionistas, así como los comportamientos basados en pronósticos inflacionarios más altos que lo proyectado en el programa de gobierno.

Debe observarse que la tendencia declinante que estamos señalando se percibe más claramente en las tasas pasivas, porque las tasas activas existentes con anterioridad eran determinadas por topes oficiales y venían acompañadas de elementos no explícitos de sobreprecio (reciprocidades en cuenta, comisiones) que encubrían tasas más elevadas que estos topes.

Este propósito de abatir las tasas internas de interés encuentra, sin embargo, un límite cercano en la tasa de devaluación previsible acumulada con la tasa de interés externo, por debajo de la cual se produciría un proceso de desmonetización y de restricción crediticia inconvenientes.

Todas las medidas a través de las cuales se ha actuado en el mercado financiero se han adoptado en un marco de extrema prudencia, buscando atenuar oscilaciones de las tasas y acompañar las tendencias hacia los niveles postulados en el programa, que se encuentran convalidados por las expectativas privadas.

De esa manera se busca que la política en esta materia muestre lo más claramente posible a los agentes privados los propósitos perseguidos por la autoridad monetaria, lo que no sería posible en un contexto de alta volatilidad de las tasas.

En este marco me permito anunciarles la puesta en vigencia, a partir de la presente semana, de una nueva baja de 2 puntos en las tasas de interés pagadas por el Banco Central sobre las letras de regulación monetaria.

* * *

Por último, quisiera señalar que el descenso de la tasa real de interés y, en forma más amplia, su adecuación con otras variables económicas, depende en gran medida de principios básicos entre los que pondríamos en primer término la voluntad de los agentes económicos por el cumplimiento de sus obligaciones contractuales. Poco podría hacerse en la dirección buscada si estos principios no se respetan. Sobre este punto también somos optimistas.

4/ La determinación exacta surge del cociente

$$\frac{i - \pi}{i + \pi}$$

donde π es la tasa de inflación esperada.