

Cr. Ricardo Pascale

Evolución monetaria reciente y líneas de política para 1987



1. Cuando se elaboró el programa para 1986, se preveía un crecimiento del PIB en el orden de 2 a 4%, una expansión de los principales agregados monetarios del 50%, un incremento de los precios al consumo en torno al 50% y una ganancia de reservas del Banco Central de US\$ 50 millones.

Estas proyecciones, se asentaron en un conjunto de supuestos, que se vieron bruscamente cambiados ya desde el comienzo del año 1986. Aparece un conjunto de acontecimientos externos que se transforman en un importante shock positivo. Entre estos, pueden destacarse una caída en los precios del petróleo con respecto a lo programado, una baja en la tasa internacional de interés, una depreciación del dólar que facilitó el acceso a algunos mercados, una excelente temporada turística y ya al promediar el año un crecimiento importante en la demanda brasileña de bienes.

2. Para implementar la política a seguir ante el shock positivo, fue necesario considerar la transitoriedad o permanencia del mismo.

Teniendo en cuenta, la situación que arrastraba la economía uruguaya en el campo real y financiero, el error en la elección de la alternativa de considerar permanente lo que podría ser quizás sólo transitorio, habría provocado un daño muy serio a una economía que no estaba aún repuesta de la recesión y con alto endeudamiento externo e interno. Como dijimos en una exposición anterior, se optó por considerar que una buena parte del shock era transitorio.

En la sección que sigue se resumen los principales aspectos de la performance económica en 1986, resultante del escenario que se presentó y de las distintas políticas implementadas, dentro de la alternativa elegida mencionada precedentemente.

LA PERFORMANCE ECONOMICA EN 1986

3. Después de varios años de baja en el nivel de actividad y de no crecimiento en 1985, el año 1986 marca un aumento importante del producto del 6,3%, en donde la industria incrementó su actividad el 12,1%, el comercio 11,4% y el sector transporte un 9,4%. Concomitantemente, el nivel de empleo creció, registrándose además una caída de la tasa de desocupación que pasó de 12% a fines de 1985 a un 9% en el trimestre cerrado a fines de 1986. Un aumento en el salario

portamiento satisfactorio

8. El endeudamiento externo estaba programado con metas de corto, mediano y largo plazo. De este modo se buscaba complementar la política fiscal, monetaria y de reservas a los efectos de proceder a una adaptación económica a las condiciones externas y a los propósitos de estabilización y crecimiento formuladas.

En este sentido conviene señalar que durante 1986 se produjo un importante abatimiento del nivel de endeudamiento externo neto por US\$ 317 millones, en razón de una menor deuda externa bruta que la originalmente programada, así como de una mayor acumulación de reservas y activos en el exterior que los previstos.

Esto es, a nuestro juicio, un punto importante por varias razones. Mencionaremos dos. En primer lugar pone de relieve el esfuerzo de ahorro del país y el retorno de capitales y, por otra parte, que la conducta en materia monetaria y fiscal fue remarcable.

9. La evolución de los agregados monetarios para 1986 estaba programada en 51% para M2 y similar cifra para M1. Asimismo, pensábamos que este crecimiento implicaba una monetización constante en términos reales.

En el transcurso del año se observó que, adicionalmente a los agregados monetarios tradicionales, convenía practicar un seguimiento cuidadoso de otro agregado que incluyera la aparición de sustitutos muy próximos al dinero, tales como las Letras de Regulación Monetaria en poder del público y los certificados de depósitos del Banco Hipotecario del Uruguay reajustables por Índice de Precios al Consumo.

La tasa anual de crecimiento de M1 fue de 77,6% y en términos reales experimentó un crecimiento de 4,1%.

En el caso de M2 el aumento fue de 60,9%, lo que implicó una caída en términos reales del 5,7. El nuevo agregado, M2 definido como la adición de M2 y los sustitutos de dinero mencionados aumentó un 68,7%, lo que implica en términos reales una disminución de 1,2%.

La lectura de los agregados monetarios en conjunto con las metas de crédito permite apreciar una política prudente, y en muchos casos, los desvíos que se observan obedecieron a la necesidad de preservar el equilibrio macroeconómico ante

tentes. Una alternativa diferente a la adoptada, que sería la opción de ignorar cambios que pueden ser de entidad, induciría a la economía hacia una zona de riesgos no deseables en las presentes circunstancias.

El énfasis, entonces, en esta exposición está más centrado en las líneas de políticas que en la presentación de cifras. No obstante haremos referencia a algunas de ellas, puesto que hay bandas de oscilación que superadas no son compatibles con la estrategia de crecimiento dentro de un camino gradual pero persistente hacia la estabilidad.

Teniendo presente estas salvedades, algunas de las hipótesis de trabajo tomadas como valor central, para ciertas variables, fueron: crecimiento del PIB del 4%; déficit total del sector público del 4,2% sobre el PIB, el que se financiará un 2% con endeudamiento externo adicional, reservas internacionales netas del BCU a fines de 1987 sin modificaciones con respecto a su nivel de fines de 1986, y los encajes bancarios no tendrán variaciones ni tampoco la velocidad de circulación dinero - producto.

En esta primera aproximación al programa financiero, la estimación del crecimiento de M2, observando la sensibilidad de este agregado a variaciones en el comportamiento de algunos supuestos básicos, se sitúa en el rango de 55 - 60%, lo que implica un crecimiento real de M2; en tanto que la variación del crédito interno neto del BCU, no superará los N\$ 41.000 millones.

12. En el periodo enero - abril, M2 creció a una tasa anualizada de 56,5%, que está en línea con la citada proyección.

Los primeros cuatro meses muestran una ganancia de reservas internacionales netas del BCU de US\$ 10,5, efectuando los arbitrajes de las monedas involucradas y valuando el oro a US\$ 313 la onza troy. Si se valúa el oro a precios de mercado, la ganancia de reservas llega en el primer trimestre a US\$ 168 millones.

Si bien la meta es que las reservas internacionales netas al 31 de diciembre de 1987 se mantengan en el nivel de 31 de diciembre de 1986, se admite que puedan registrarse niveles diferentes en los meses intermedios atendiendo a la estacionalidad de parte de los flujos de divisas o a ciertas opera-

real de 4% acompaña durante 1986 e iterado incremento del empleo.

El comportamiento de la demanda externa jugó un rol importante en el crecimiento del año anterior. Las exportaciones aumentaron en valores corrientes un 27% con respecto a 1985.

La inversión, a pesar de haber crecido un 6%, y aún más en equipos y maquinarias, se mostró por debajo de los valores necesarios para un crecimiento sostenido y para reponer el deterioro del capital nacional. Es bien probable que en 1987 se aprecie una mayor demanda de inversión y que ello afecte, entre otras cosas, el nivel de importaciones.

4. El índice de precios al consumidor creció un 71% contra un 83% en 1985, en tanto que los mayoristas fueron 67 y 74% respectivamente.

Diversos factores influyeron para que no se cumplieran las proyecciones iniciales de precios. En parte, los fenómenos y políticas ya expuestos cuyo efecto se vio reforzado por algunas prácticas de indización, ante las cuales un énfasis excesivo en la política monetaria hubiera producido serios costos de ajuste.

La estrategia en materia de estabilización es gradual, y asentada en una persistente reducción del déficit fiscal y parafiscal, que llevará a ir disminuyendo la utilización del impuesto inflacionario para financiarlo.

5. La reducción del déficit fiscal y parafiscal, es pues un punto fundamental en la estrategia económica. Partiendo de un déficit total medido "sobre la línea", es decir en base a los ingresos y egresos de caja, de casi 9% sobre el PIB en 1984, se logró reducirlo a 6,8% en 1985 y alrededor del 5% en 1986.

6. La variación del crédito interno neto del Banco Central, era otra meta del programa con desarrollo trimestral, cuyo valor nominal estaba sujeto a ajustes parciales en base al nivel que alcanzaran las reservas, se procuraba evitar de esta forma un comportamiento excesivamente expansivo en los agregados monetarios en el caso de una mejora sustancial en las cuentas externas.

7. La balanza de pagos de 1986 cierra con una ganancia de reservas del Banco Central del Uruguay de US\$ 256 millones.

La cuenta corriente, luego de muchos años de mostrar saldo negativo, termina con un saldo positivo de US\$ 91 millones.

Un rasgo destacable es el comportamiento de la cuenta "errores y omisiones netos" que registra principalmente el ingreso o fuga de capitales. El saldo de 1986, US\$ 172 millones significa ingreso, el que unido a los US\$ 227 de 1985, totalizan casi US\$ 400 millones.

Durante 1981-1984, la suma de este saldo, pero con signo fuga de capitales fue de US\$ 1.765 millones.

Las reservas internacionales netas del Banco Central del Uruguay, era una tercer meta del programa, que de acuerdo a la metodología toma el precio del oro US\$ 42 la onza troy y con la estructura de arbitrajes vigentes al 30.6.85 tuvieron un com-

bruscos cambios externos que no debían permitirse que alteraran significativamente el programa de recuperación emprendido.

Puesto en otros términos, el Banco Central del Uruguay se vio obligado a comprar volúmenes muy importantes de reservas para evitar trastornos en los precios relativos que afectarían las señales de largo plazo que son congruentes con un crecimiento liderado por el sector externo.

Una de las consecuencias de lo anterior es que el crecimiento de los agregados nominales excedió nuestras proyecciones. Ello se originó exclusivamente en la adquisición de reservas, dado que el Banco Central contrajo el crédito interno:

LA POLÍTICA Y LAS PERSPECTIVAS PARA 1987

10. El marco en el cual se debe diseñar el programa para 1987 contrasta con el imperante en 1986.

Los grandes desequilibrios existentes en los países industrializados siguen vigentes, las prácticas proteccionistas se agudizan y el mantenimiento de las paridades entre los tipos de cambio del grupo de los 3 (Estados Unidos, Alemania Federal y Japón) derivado del acuerdo de París de febrero de este año, lleva a permanentes intervenciones de las autoridades, lo que como se sabe no puede prolongarse en el tiempo.

La tasa de interés no sólo dejó de bajar, sino que ha subido y es probable que se puedan producir nuevas subas. La tasa preferencial ha trepado hasta 8 1/4% anual.

La Reserva Federal estima que el dólar ya ha caído suficientemente y que la solución del desequilibrio mencionado requiere de una reducción del déficit fiscal en Estados Unidos y de políticas de estímulos al consumo en los otros países.

En suma, el panorama internacional, como lo señalamos en nuestra exposición del 14 de mayo del corriente en la Unión de Exportadores del Uruguay, se muestra agreste e incierto. Tan sólo la modificación de una variable, la tasa de interés, puede alterar nuestras proyecciones en cuanto al déficit global, en la medida que una buena parte del mismo tiene su origen en este concepto.

El escenario externo también muestra otros comportamientos diferentes al año anterior, que afectan directamente a la economía nacional tales como, demanda externa regional, precios del petróleo e ingresos por turismo, por citar los más destacables.

En el campo interno existen algunos puntos aún no definidos que pueden hacer variar el nivel del déficit fiscal y por ende, impactar en el programa financiero. Los dos más importantes en este sentido, son quizás, el resultado final sobre la Rendición de Cuentas y del Sistema de Seguridad Social.

11. El contexto señalado da a las proyecciones un cierto grado de incertidumbre. El Banco Central ha efectuado su programa financiero sobre ciertos supuestos. Debe tenerse presente que el mismo adoptará una versión definitiva una vez despejadas al menos las principales incógnitas aun exis-

ciones atípicas.

13. El Banco Central tiene bien presente la relación que vincula, al cabo de un tiempo, la expansión de los agregados monetarios y la inflación. En este sentido, sus esfuerzos se han venido orientando hacia la paulatina reducción de esa expansión, basada en una estrategia inflacionaria que reside sustantivamente en la reducción del déficit fiscal acompañada de políticas de ingresos y tarifas compatibles.

En 1987, el Banco Central no cree adecuado perder reservas, por lo que operará en el contexto de una política de flotación.

Sin perjuicio de ello, las autoridades seguirán actuando en el mercado comprando excedentes de divisas del sector privado. Ello simplemente reconoce que la cuenta corriente privada es superavitaria y que la cuenta corriente pública es deficitaria, lo que implica en las actuales condiciones la necesidad de comprar.

El previsible menos favorable comportamiento de la cuenta corriente será el factor esencial que evitará una nueva acumulación de reservas teniendo en cuenta la política cambiaria expuesta. No obstante, si se produjera una reversión no esperada en esta situación, las metas monetarias sólo podrían verse alteradas en la medida que se percibiera un deterioro del tipo de cambio real que haga perder competitividad a la producción uruguaya y amenace afectar significativamente la producción y el empleo.

Debemos señalar, entonces, que en 1986 los esfuerzos estuvieron dirigidos a evitar una caída en términos reales del tipo de cambio. En 1987, aquéllos se dirigirán a mantenerlo dentro del programa, procurando evitar alteraciones en el nivel de reservas.

La política de endeudamiento externo público será no aumentarlo en términos reales. Una suba de la tasa de interés internacional, probablemente acompañada por un mayor nivel de precios mundial, implicará un aumento de nuestro déficit parafiscal, pero también la posibilidad de mayor endeudamiento en el marco de la política establecida.

El propósito monetario de mantener el crédito interno neto del Banco Central dentro de las metas ha quedado evidenciado en estos dos últimos años y es para nosotros una forma muy eficaz de contribuir a la estabilidad de la política macroeconómica, base fundamental para recomponer el proceso de inversión y crecimiento.

El tope del crédito interno neto del Banco Central del Uruguay, es eje para recomponer los desequilibrios externos que puedan aparecer por un comportamiento más adverso de lo que se prevé.

La realidad en que hemos tenido que actuar ha sido muy cambiante y compleja. Una vez más nos esperan cambios y complejidades. La mayor parte de ellos no dependen de nosotros. El diseño de la política apunta a amortiguar los efectos de estos shocks, preservando los objetivos de crecimiento y estabilidad.