

Cr. Ricardo Pascale, presidente del BCU

## "Se requiere mayor cooperación en torno al sistema monetario internacional"

*El presidente del Banco Central del Uruguay, Cr. Ricardo Pascale, dictó recientemente en la Unión de Exportadores del Uruguay, una interesante conferencia referida al análisis de la coyuntura internacional, especialmente en lo monetario. La presentación permitió un conocimiento profundo de las diferentes políticas en ejecución y brindó seguramente, un espectro de opciones respecto a los acontecimientos futuros. Por entenderla de interés para nuestros lectores, reproducimos a continuación el texto de la citada conferencia.*

Es un placer estar entre ustedes y mucho agradezco la invitación que me formulara la Unión de Exportadores del Uruguay.

En buena medida siguiendo la sugerencia que se me expresara, hemos elegido para esta oportunidad tratar algunos aspectos de la coyuntura internacional, en particular monetaria. En una economía abierta como la uruguaya y ante empresarios exportadores el tema nos pareció de lo más oportuno.

Nuestras políticas ya las hemos expuesto en distintas oportunidades. La última vez lo hicimos hace menos de un mes al inaugurar las Segundas Jornadas de Economía del Banco Central del Uruguay.

Los exportadores, pues, podrían unir a nuestras políticas el marco internacional monetario y así contar con más información.

### DEL PLAZA AL LOUVRE

-+

1. Aunque había comenzado antes, la re-

3. En el día pico de la caída —que había comenzado la semana antes— se produjo una baja del 22,6% en uno de los principales índices bursátiles de EE.UU. Casi el doble del peor día del problema bursátil con que comenzó la Gran Recesión, a fines de octubre de 1929 donde cayó un 12,8%.

¿A qué se debió este espectacular "crash"?

Seguramente a la confluencia de muchos factores.

Algunos de ellos son la causa sustantiva y otros han oficiado como aceleradores en esta singular caída.

Seguramente, algunos aspectos tecnológicos del mercado como el "stocks arbitrage", "options" y en parte una "merger mania", entre otros aspectos, habían inflado artificialmente el mercado bursátil en un modo justificado por fundamentos económicos.

El "computer trading" fue un elemento acelerador sin discusión. Hoy día en Estados Unidos la mayor parte de las acciones están en manos de inversores institucionales (fondos de pensión, etc.) que manejan cifras muy elevadas de portafolios. Los movimientos son, pues, más bruscos.

Pero, la causalidad básica debe buscarse, más que nada, en la percepción que el público tiene, de los dos enormes déficit que viene soportando Estados Unidos, la elevación de las tasas de interés, algunos aspectos de falta de coordinación en el G-3. En suma, que no se está realizando el debido ajuste macroeconómico.

4. La administración de la crisis por parte de Alan Greenspan, chairman de la Reserva Federal fue muy buena, evitándose así una catástrofe financiera y económica

del producto de los países de la OECD de 2,25% a 1,75%.

En Estados Unidos, algunos analistas pronostican un fuerte descenso en la tasa de crecimiento del producto para el 4to. trimestre de este año y para el primer trimestre de 1988. Otros algo más pesimistas, prevén un crecimiento negativo para este último período.

6. Luego del crac ya mencionado, las tasas de interés han experimentado una pronunciada baja. Poco tiempo después habrían descendido 1,5 a 2% y los Bonos redujeron su rendimiento de 10,40 a 8,70 y la LIBOR bajó de 9 a 7,5.

7. La inyección de liquidez y baja de tasas de interés traerían a su vez una caída del dólar frente al yen y al marco. Sobre el acuerdo del Louvre, el dólar se cotizaba 1,8265 frente al marco y 153,15 frente al yen. Al 30 de noviembre de 1987 estaba a 1,6343 y 131,97 con respecto a las citadas monedas.

### CENTRO DE ATENCION

8. Hasta la crisis de la bolsa, el centro de atención, en los hechos, estaba fijado en los desequilibrios comerciales. A partir de ella éste cambia y se interconecta hacia el déficit fiscal de Estados Unidos.

9. Los precios de las materias primas, luego de haber experimentado una caída al día siguiente del crac se han recuperado y aún crecido con respecto a los que existían antes de los acontecimientos de octubre.



Una nueva reunión del G-7 parece postergarse por parte de algunos y por parte de otros, no tendría mayor sentido hacerla, hasta tanto no se hayan implementado en Estados Unidos medidas fiscales para reducir el déficit a nivel suficiente.

13. Los europeos, por su parte no estarían dispuestos a hacer más expansiva su política monetaria. Sin embargo, ante la reciente baja del dólar es probable que estén dispuestos a reevaluar en cierta medida esta porción de políticas y no sería de extrañar

1. Aunque había comenzado antes, la reciente cooperación en cuanto al sistema monetario internacional reconoce al Acuerdo del Plaza realizado el 22 de setiembre de 1985, como un punto importante, en donde se decidió una devaluación del dólar.

Los desbalances que mostraba el comercio con dispares resultados en Estados Unidos, Japón y Alemania, se unían a situaciones disímiles de comportamiento fiscal y monetario.

Luego del Plaza, el dólar comienza a caer. Entre setiembre de 1985 y febrero de 1987, se había depreciado un 55% frente al marco.

Sobreviene en esta última fecha el Acuerdo del Louvre, en donde el objetivo último fue el buscar coordinación para un proceso de crecimiento con estabilidad.

Entre los aspectos más específicos, se buscaba estabilizar los tipos de cambio. El Acuerdo del Louvre en este último aspecto se fue cumpliendo.

Sin embargo, en el curso de 1987 las tasas de interés fueron subiendo comenzando por las de Estados Unidos, para luego, como es lógico en una alta integración de mercados financieros se extendiera a otros países, por ejemplo Alemania.

Un resultado claro era que no se podían mantener estables los tipos de cambio y también las tasas de interés simultáneamente en particular tomando en cuenta los grandes desbalances existentes en las cuentas externas.

## EL GRAN "CRASH"

### II

2. Permítasenos, como una nota al pie de página, hacer algunos comentarios sobre el episodio financiero ocurrido en octubre próximo pasado.

En el escenario que veníamos describiendo de altas tasas de interés, en los mercados bursátiles y, en particular, el de Nueva York que habían alcanzado niveles de cotización inusualmente altos, se produce una caída también inusual que repercute con intensidad variada en las principales bolsas del mundo.

de Alan Greenspan, chairman de la Reserva Federal fue muy buena, evitándose así una catástrofe financiera y económica totalmente inmanejable.

La inyección de liquidez y consecuente baja de la tasa de interés poco se hicieron esperar, a lo que se sumó una batería de medidas transitorias, que incluyeron eliminación de ciertas operaciones en la bolsa, suspensión de operar con computadores, reducción de horario de las bolsas, etc.

El éxito del manejo de la crisis por parte de Greenspan se debe en gran medida a su incuestionable capacidad para prever problemas y trabajar con planificación.

A poco de entrar como jefe de la Reserva Federal había constituido un grupo de administración de crisis que había efectuado, con la discreción habitual para este tipo de temas, un análisis de distintas situaciones críticas y las eventuales acciones que el Federal podría tomar. Entre ellas estaban cómo manejar un colapso en la bolsa.

Ayer, la Bolsa de Nueva York estaba un 18% más abajo de como había comenzado a las 9.30 de la mañana el lunes 19 de octubre de 1987, que terminaría a las 4 de la tarde con el 22,6% de baja que ya mencionamos.

Más allá de controlar la situación, la crisis puso una vez más de manifiesto, quizás ahora con más dramatismo, los problemas que en la economía americana y en la coordinación internacional aparecen y los mercados esperan elementos para formar sus expectativas.

### III

5. La crisis de la bolsa ha provocado una caída en la riqueza financiera. Las prácticas operativas de los "márgenes" tendrán su efecto sobre el comercio y la inversión. Estos elementos son suficientemente importantes para suponer un desestímulo de la demanda agregada mundial.

La mayoría de los pronósticos para 1988 han reducido sus estimaciones de incre-

mento y aún crecido con respecto a los que existían antes de los acontecimientos de octubre.

Algunos conocidos índices internacionales sobre "commodities" muestran un crecimiento de un 20% con respecto a principios de año.

10. Los grandes desequilibrios comerciales fueron el foco de atención como veníamos señalando. Se optó por operar sobre la devaluación del dólar como elemento central para reducirlos. La literatura económica nos da algunos caminos para explicar en que condiciones ello puede lograrse. Uno de ellos, es que se produzca una importante inflación que a través del impuesto inflacionario reduzca el gasto. En última instancia es el gasto agregado el que determina el saldo de la cuenta corriente. No se produjo este fenómeno. Quizás a menudo la gente se pregunte cómo con la importante depreciación del dólar no se ha producido una mayor inflación en Estados Unidos. En gran medida ello es atribuible al comportamiento de los salarios y al grado de apertura de la economía americana.

11. A nuestro juicio, el centro del problema, en particular en un contexto de alta deuda externa, proteccionismo y la necesidad de mantener un adecuado ritmo de crecimiento, está en mantener la demanda agregada a nivel mundial, reduciéndose en Estados Unidos y expandiéndose en Alemania y Japón, para simplificar de alguna forma el análisis.

12. A propósito de este tema, viene la reducción del déficit fiscal estadounidense que implica una reducción de la demanda.

Los avances, luego de un mes, en este campo no son significativos, para el problema que se busca enfrentar. El paquete de reducción del déficit llegó a 76 mil millones de dólares en dos años (30 en 1988 y 46 en 1989). Falta aún la aprobación del Congreso y de la Administración.

Tomando en cuenta esta reducción de déficit, la estimación es de un desequilibrio de 160 mil millones, con supuestos favorables.

ciente baja del dólar es probable que estén dispuestos a reвер en cierta medida esta porción de políticas y no sería de extrañar una baja en la tasa de descuento por el Deutsche Bundesbank. Japón, por su parte, luego de las medidas de estímulo fiscal tomadas en mayo del presente año, no parece tener muchos espacio para incentivar aún más su demanda interna.

14. En este contexto no parece factible que se produzca una estabilización del dólar.

Ello implicaría otro acuerdo del tipo de Louvre, que para sostenerlo, la tasa de interés debe jugar un rol clave y seguramente deberá subir.

Esto trae claros y conocidos efectos sobre el crédito, reduciéndolo y por ende enlenteciendo el ritmo de crecimiento de la economía, a la vez que pone de nuevo sobre el escenario la posibilidad de otro colapso bursátil y esta vez quizás más devastador.

Por otra parte, debe tenerse también claro que el sector privado no está dispuesto a seguir financiando el déficit en cuenta corriente con este nivel de tipo de cambio del dólar.

De esta forma, debemos reconocer la alta probabilidad que le asignamos a la posición que el dólar va a seguir deslizándose hasta que encuentre su nivel.

15. Se han hecho esfuerzos de coordinación en el pasado y se están haciendo permanentemente. Sin embargo, las necesidades de una mayor coordinación son tan obvias como difíciles de obtener a un nivel adecuado, en las presentes circunstancias.

El camino hacia una mayor inflación con elentecimiento del ritmo de crecimiento en Estados Unidos es probable que no sea difícil de encontrar y transitar.

El seguimiento de estos acontecimientos es para nosotros, vital, para amortiguar adecuadamente los shocks y buscar posibilidades de tomar los beneficios de las oportunidades que se presenten.