

Cr. Ricardo Pascale

El cumplimiento del programa financiero 1987

El Banco Central del Uruguay organizó las Segundas Jornadas Anuales de Economía —que se desarrollaron del 9 al 11 del corriente— continuando así con una atractiva iniciativa puesta en marcha en 1986. Las Jornadas fueron inauguradas por el Presidente del BCU, Cr. Ricardo Pascale, quien en sus palabras de apertura incluyó un análisis de la evolución del programa financiero correspondiente al presente ejercicio.

1. El año pasado, al inaugurar las Primeras Jornadas Anuales de Economía, señalábamos los objetivos que perseguíamos al impulsarlos. Básicamente ellos apuntan a contribuir al progreso científico en el área económica. Estos objetivos siguen teniendo hoy total vigencia. Al cumplir este año, veinte años de su fundación el Banco Central del Uruguay, podría haber sido una oportunidad para repasar los papeles de la Autoridad Monetaria en ese lapso. Como ya mucho se ha escrito sobre ello pensamos que podría haber otra temática que concitara un mayor interés por parte de los participantes en este evento.

FORMACION DE EXPECTATIVAS

2. En los últimos años, desde la

instrumento, con cuyo cumplimiento nos sentimos comprometidos desde que este Directorio asumió sus funciones.

1985-1986

5. Un punto destacable es la capacidad que ha demostrado tener el programa financiero para adaptarse a un contexto sumamente cambiante en lo que hace a los niveles de precio y de demanda externa.

¿Cuál fue la estrategia básica sobre la cual se elaboró el programa financiero hacia 1985?

Dicha estrategia básica incluía como factores dinámicos de crecimiento la evolución de las exportaciones y la inversión. De esta manera se tendía a superar la restricción del pequeño mercado doméstico y aumentar la cantidad de capital por trabajador, como un modo genuino de incrementar la productividad media de la economía y la remuneración de los factores.

A los efectos de desarrollar esta estrategia había que superar serios desequilibrios que se cuantificaban en un delicado estado de la balanza de pagos y en una elevada tasa de inflación.

Los instrumentos utilizados para la obtención de estos objetivos fueron varios. En primer término se trabajó con un sistema cambiario que evitara un deterioro del tipo de cambio real, al

base sobre el cual se proyectó la estrategia de referencia.

Los cambios más importantes fueron la aguda caída del precio del petróleo, el descenso de las tasas de interés y la inusual demanda proveniente de Brasil durante la instrumentación del Plan Cruzado.

Esta situación de auge externo tuvo que ser atendida con una política contracíclica que evitara que un fenómeno transitorio de estas características alterara radicalmente los precios relativos de la economía, en particular el tipo de cambio real, generando una burbuja de gasto con la inevitable crisis financiera y económica que se generaría una vez desaparecida la circunstancia externa favorable.

PROYECCIONES Y RESULTADOS

8. Los principales lineamientos y políticas del programa financiero de 1987 fueron presentados en nuestra exposición en la Academia Nacional de Economía en mayo próximo pasado. No vamos pues a repetirlos en esta oportunidad. Acaso sea más útil exponer la performance en comparación con las proyecciones.

9. Un aspecto que es importante para comprender la política económica de Uruguay es la extraordinaria importancia que se adjudica a lograr el mayor grado de certidumbre posible sobre el desarrollo de los agregados financieros.

En ese sentido creemos que la estabilidad y previsibilidad de la gestión macroeconómica influye positivamente en las decisiones de portafolio de los agentes y en el proceso inversor. Sólo la recuperación de este último permite asegurar un crecimiento auto-

mecanismo de ingreso-gasto como ya lo mencioné en otra oportunidad.

12. Los comportamientos anteriores, sin embargo, no significan un desvío sustancial del programa. Esto es así porque, la demanda de Letras de Tesorería denominadas en dólares fue singularmente superior a las previsiones que se habían efectuado, aún cuando se decidieron reducciones sucesivas de la tasa de interés, aumento del plazo, e incluso, medidas de tipo cuantitativo (se renueva sólo el 50% de los vencimientos de Letras a seis meses).

En este contexto, se observó una colocación neta de Letras de hasta un año de plazo superior en US\$ 65 millones a las previstas en el programa.

Esto explica, en general, tanto el exceso de reservas sobre lo programado como el margen sustancial de crédito. Ante una demanda de títulos públicos que excedió los requerimientos financieros del programa, se decidió mantener el exceso como reservas a fin de evitar una pérdida de competitividad o un desvío de la inversión financiera en moneda extranjera hacia el exterior.

Por otra parte, la reducción a la tasa Libor permitió eliminar el diferencial de interés entre la tasa pasiva abonada y la obtenida en los mercados internacionales.

La balanza en cuenta corriente del primer semestre mostró un comportamiento mejor al esperado. Sobre un pronóstico de un desequilibrio de US\$ 35 millones en cuenta corriente, se contabilizó efectivamente un déficit de US\$ 28.6 millones. El programa financiero prevé para todo el año un déficit en cuenta corriente ligeramente supe-

FORMACIÓN DE LAS EXPECTATIVAS

2. En los últimos años, desde la publicación de los trabajos seminales de Robert Lucas en 1972 y 1973, de Thomas Sargent y Neil Wallace en 1975, y de Robert Barro en 1976, la discusión académica en el área de la macroeconomía tuvo un giro, a nuestro criterio, fundamental. Como es conocido, estos trabajos abandonaron el antiguo supuesto ad-hoc según el cual los agentes económicos formaban sus expectativas en forma adaptativa para reemplazarlo por la idea de que dichos agentes, en realidad, forman sus expectativas en forma racional, es decir, utilizando toda la información disponible y sobre la base del modelo de la economía en cuestión, que incluye, por supuesto, las políticas económicas a disposición del gobierno.

3. En este sentido, una de las conclusiones más importantes de toda esta nueva literatura ha sido que los bruscos cambios de políticas son perjudiciales y conllevan pérdidas indeseadas de bienestar, al aumentar la incertidumbre y afectar negativamente el proceso de formación de expectativas por parte del sector privado. Otro corolario de estos nuevos desarrollos ha sido que los gobiernos no pueden "engañar" sistemáticamente al público a través de anuncios que resultan, posteriormente, incumplidos. A efectos de minimizar las fluctuaciones indeseadas, debe proveerse credibilidad a través de la adopción de políticas, capaces de otorgar un marco de certidumbre a la actividad privada.

4. En el quehacer del Banco Central, se elabora la programación monetaria que orienta su gestión, al tiempo que apunta a dar información y certidumbre a los agentes económicos.

Interpretamos entonces, la programación monetaria no como un simple ejercicio aritmético, sino como un

con un sistema cambiario que evitara un deterioro del tipo de cambio real, al tiempo que excluía un compromiso firme sobre el valor futuro de la moneda nacional, cualesquiera fueran los acontecimientos internos o externos. Siempre se fue consciente de que este grado de libertad tenía costos, pero que ellos eran inferiores a la rigidez nominal alternativa.

Otro de los instrumentos utilizados fue la renegociación de la deuda externa, culminada en 1986, que incluyó un nuevo acuerdo por los vencimientos de capital que serían exigibles en los años posteriores.

El tercer elemento, una reducción drástica del desequilibrio fiscal, ha sido la piedra angular de nuestro esfuerzo antiinflacionario.

6. Los resultados del programa se pueden resumir en lo siguiente:

—caída en la tasa de inflación. La tasa de inflación que se ubicaba en 85% durante el primer semestre de 1985 (anualizado) se ha reducido a un nivel de 60% en el año terminado en setiembre de 1987.

—aumento del nivel de actividad. El producto bruto interno aumentó más de 6% durante 1986, ritmo que se ha mantenido en el primer semestre del año en curso.

—inversiones. Se observa un significativo crecimiento de la inversión a partir de la segunda mitad de 1986. Así, en tanto se registró un incremento de 6% durante 1986, en la primera mitad de este año el ritmo de esta variable aumentó a 35% sobre igual período de 1986 y a 21% sobre el promedio del año anterior.

—exportaciones. Las exportaciones en dólares corrientes aumentaron 34% entre el primer semestre de 1987 y 1985.

7. En el desarrollo de esta política durante 1986 se experimentaron importantes "shock" externos que modificaron sustancialmente el escenario

permite asegurar un crecimiento autosostenido.

Veamos ahora algunas referencias sobre la performance.

10. La evolución de los agregados monetarios hasta setiembre, en cifras desestacionalizadas revela un crecimiento de 39.9% para M1 y 37.8% para M2. Ello se compara con los valores implícitos en el programa para igual fecha de 40,6% y 41,9% respectivamente.

La tasa de crecimiento anualizada de M1 equivale a 56.5% y la M2 a 53.3%, y lo que se encuadra dentro de las previsiones anunciadas al formular el programa. Así por ejemplo, se prevé que M2 creciera en el año entre 55 y 60%.

11. De acuerdo al programa elaborado, al final del tercer trimestre, las reservas internacionales netas del Banco Central deberían haber disminuido en US\$ 25 millones con respecto a fines de 1986, mientras que el crédito doméstico neto del Banco Central — con base monetaria restringida— 1/ debería haber crecido N\$ 20.100. El programa prevería un aumento de N\$ 33.500 para todo el año 1987 según esta última definición.

Las cifras efectivamente computadas al 30 de setiembre muestran que en ambos casos las metas se han cumplido con holgura. Así, la variación de reservas en los nueve primeros meses fue positiva en US\$ 49 millones, 2/ lo que significa un margen sobre lo programado de US\$ 74 millones. Por otra parte, el incremento de crédito doméstico fue N\$ 20.165 millones inferior al previsto 3/.

Si el cómputo se realiza sobre la base monetaria amplia, incluido el encaje del BROU, la expansión del crédito es de N\$ 18 mil millones que es de igual monto que lo previsto. Cabe señalar que por la naturaleza de encaje del mismo no ejerce presión sobre el

en cuenta corriente ligeramente superior a los US\$ 100 millones.

13. La cuarta meta del programa se refiere al déficit fiscal. Si bien todavía no se tienen los datos para todo el sector público no financiero al mes de setiembre, las cifras registradas hasta agosto estarían indicando que el desequilibrio fiscal se encontraría dentro de lo previsto. En cuanto hace a la Tesorería el déficit a setiembre está por debajo de lo proyectado.

14. El déficit parafiscal del Banco Central también mostró una evolución más lenta que la implícita en el programa financiero para el año. Así, frente a una proyección de US\$ 31.400 millones para el período enero-setiembre, se registraron egresos netos por este concepto equivalentes a N\$ 28.900 millones, es decir, una reducción de 8% sobre lo previsto. El principal factor de esta reducción radica en el menor pago de intereses externos, a lo que se agrega mayores ingresos a los previstos.

El déficit global (fiscal y parafiscal) está mostrando un comportamiento, que hace claramente presumible que no superará el 4,2% del producto, durante el año 1987, que era el objetivo fijado.

15. Aunque pueda ya resultar claro, no quisiera terminar estas palabras sin dejar de resaltar que la ejecución del programa financiero se ha visto facilitada en virtud de la estrecha coordinación que mantenemos con el Ministerio de Economía y Finanzas, la Oficina de Planeamiento y Presupuesto y el Banco de la República Oriental del Uruguay.

1/ Excluye los depósitos del BROU en BCU en Moneda Nacional y la Caja del BROU.

2/ Con arbitrajes al 31.12.1987.

3/ Las cifras de reservas internacionales y crédito interno neto que se mencionan incluyen un ajuste por el exceso sobre lo programado de los depósitos en moneda extranjera de la banca oficial en el BCU, del orden de los diez millones de dólares.