

Cr. Ricardo Pascale

# "Debemos alcanzar el retorno pleno a mercados voluntarios"

*Recientemente, en oportunidad de la realización de un encuentro con el equipo económico de gobierno —organizado por la Fundación Hanns Seidel— el presidente del Banco Central, Cr. Ricardo Pascale, realizó un exhaustivo análisis sobre la política de endeudamiento y crecimiento en el mediano plazo. La importancia del tema allí considerado en el devenir de la economía uruguaya, nos llevó a profundizar algunos aspectos con el titular de la autoridad monetaria. A continuación presentamos los principales aspectos expuestos por el Cr. Pascale.*

—¿Cuál es en su opinión, el escenario actual en la problemática de la deuda externa?

—Básicamente, desde la irrupción de la crisis de la deuda, en 1982, se ha ido trabajando a través de programas de ajuste acompañados con financiamiento externo proveniente de los bancos comerciales, organismos multilaterales y oficiales.

El proceso de tratamiento en general, se ha basado en tres aspectos fundamentales:

a) la presentación de un programa de ajuste acompañado, en general, de un monitoreo del FMI y, a menudo, de financiamiento estructural del Banco Mundial.

b) Renegociación de plazos, períodos de gracia e intereses con el Club de París y,

c) renegociación con el comité de bancos.

Sin embargo, luego de varios años y de

—La presencia de estos problemas ha llevado a que aparezca un "menú de opciones" que surge, por primera vez, en la negociación argentina de 1987. Este menú, en alguna forma, busca dar una amplia variedad de instrumentos para que se puedan adaptar más fácilmente los acreedores y deudores.

Sin pretender exponer la totalidad de los instrumentos manejados, podemos incluir.

a) Los clásicos préstamos de los bancos. Una gran cantidad de países han estado en estas operaciones. Brasil, Argentina, Yugoslavia, Chile y junto a muchos otros, Uruguay.

b) Nuevos Bonos. Este instrumento conocido como "Securitization" implica un cambio de parte de la deuda vieja o de la que se contraiga por bonos transferibles. Argentina, entre otros países ha utilizado este instrumento.

c) Bonos vinculados a alguna mercadería. En este caso el costo del financiamiento se vincula a alguna "commodity", como ser petróleo o cobre.

ch) Facilidades de financiamiento comerciales. En muchos casos las propuestas financieras han incluido financiamiento de operaciones comerciales. Costa Rica, Polonia y Argentina son ejemplo de ello.

d) Reescalonamiento de intereses. Cuando un país pasa de pagar intereses trimestrales a semestrales. Por ejemplo, Chi-

—captura del descuento del mercado.  
—nuevas modalidades de obtener recursos. Por ej.:

*Nuestro país ha obtenido ciertos progresos en la administración de su deuda. ¿Cuál es en términos concretos, la estrategia que despliega nuestro país?*

### ELEMENTOS PARA EL CASO URUGUAYO

En el contexto del mediano plazo, debemos vincular el tema de la deuda a la inversión y a su financiamiento.

Hemos señalado que se necesitará, en el mediano plazo, un incremento de la inversión. La misma deberá financiarse en parte con ahorro interno y en parte con ahorro externo. Dentro de este último aparece el endeudamiento.

Nuestra estrategia, que creemos que puede seguir siendo válida en el mediano plazo, consiste en que el endeudamiento externo no crezca en términos reales. Suponiendo —cierto crecimiento del producto, la relación deuda - producto continuará descendiendo.

Un objetivo importante será el retorno pleno a los mercados voluntarios, en donde una continuación de la recuperación económica y el cumplimiento de los compromisos asumidos son factores básicos.

Ya hemos comenzado a capturar parte del descuento de la deuda a través de las

### CONSIDERACIONES DE POLITICA ECONOMICA

En el delicado proceso de generar las condiciones para la expansión económica, la autoridad monetaria ha entendido que su contribución más significativa es crear un marco de estabilidad macroeconómica que preserve los equilibrios básicos, buscando otorgar credibilidad y confianza a los agentes económicos y en particular a aquellos que colocan recursos de largo plazo en nuestra economía.

Resulta innecesario decir que en una economía con desórdenes monetarios y financieros, el proceso de inversión se ve negativamente afectado por la inseguridad que la propia inestabilidad genera.

Los instrumentos globales utilizados para generar la mencionada estabilidad macroeconómica, en buena medida, exceden el marco del Banco Central y abarcan la gestión económica global.

En particular, no es reiterativo señalar nuestro permanente énfasis en la reducción tendencial del déficit fiscal como piedra angular de la política macroeconómica.

Otro aspecto crucial de la estrategia ha sido el lograr un tipo de cambio real compatible con el objetivo de mantener el endeudamiento externo público constante en términos reales.

El sostenimiento de esta variable es po-

de gracia e intereses con el Club de París y, c) renegociación con el comité de bancos.

Sin embargo, luego de varios años y de mantenerse aún hoy esta secuencia, es claramente observable que:

a) Muchos países comienzan a tener serios problemas para seguir efectuando ajustes, aunque tengan voluntad y convicción para hacerlo.

b) Los bancos, en general, consideran que el tema de la deuda sigue siendo muy complejo y que la calidad de muchos países para seguir siendo sujeto de crédito no ha mejorado y, en algunos casos, ha empeorado. Esto determina que los bancos sean cada vez más reuuentes a hacer aportes de fondos frescos para financiar los programas de ajuste.

c) Entre los países de los bancos acreedores existe una gran variedad de regulaciones banconcentralistas que afectan las negociaciones provocando una segmentación del mercado de crédito internacional. Así, no son iguales las normas sobre provisiones para créditos con problemas para Estados Unidos, Japón, Canadá o los países europeos.

ch) Por otra parte, aún dentro del mismo país existe una clara fragmentación dentro de los bancos sujetos a las mismas regulaciones. Así, bancos pequeños o regionales consideran oportuno enviar a pérdidas los créditos otorgados y no continuar más entre los bancos acreedores de un país. Otras veces, dentro de un mismo banco, por razones de administración un paquete financiero puede incluir medidas muy diferentes a otro.

d) Como resultancia, los desembolsos netos de los bancos hacia países altamente endeudados han pasado del orden de los U\$S 23.000 millones en 1982, a poco más de U\$S 7.000 millones en 1987.

Por otra parte, la transferencia neta de recursos (nuevos préstamos, amortizaciones, intereses) era hacia 1982 favorable a los países en algo menos de U\$S 4.000 millones. Hacia 1987 llega a ser negativa en U\$S 20.000 millones.

—En ese contexto de posibilidades que Ud. detalló, ¿cuáles son las alternativas que tienen los países con un alto nivel de endeudamiento para avanzar en el manejo y solución de la crisis?

d) **Reescalonamiento de intereses.** Cuando un país pasa de pagar intereses trimestrales a semestrales. Por ejemplo, Chile.

e) **Capitalización de intereses.** Se ha utilizado en muy pocos casos, como puede ser Nicaragua y Sudán.

f) **Financiamiento contingente.** Se ha dado por ejemplo en el caso de México (1987) cuando se incorporan financiamientos adicionales en el caso de que se den determinadas circunstancias.

g) **Relending y similares.** Implica que los fondos provenientes del pago de un préstamo son represtado a otro deudor en el mismo país. Venezuela, Brasil y varios países más han hecho uso de este tipo de instrumento.

h) **Bonos de salida.** Utilizados en el caso argentino, significa que un banco puede optar por un bono a largo plazo (por ej. 25 años) con bajo interés fijo y no seguir más en el paquete refinanciadore.

i) **Conversión de deuda.** Casos como los "Debt Equity Swaps" y otras modalidades, de diversa magnitud se han utilizado en Argentina, Brasil, México, Filipinas, Venezuela, etc.

j) **Opciones para cambio de monedas e intereses.** Se han utilizado también en varios países como Argentina, Venezuela, etc.

k) **Recompra de la deuda en efectivo.** El caso más destacable es Bolivia.

l) **Cambio de deuda con colateral.** Es el caso de México que cambió parte de su deuda, con descuento, por nuevos bonos con garantía de bonos cupón cero de los Estados Unidos.

m) **Reescalonamientos multianuales.** Son aquellos casos en que se levantan vencimientos de varios años (5 a 7), se otorgan amplios periodos de gracia y extensos plazos. Ejemplos de este tipo de negociaciones son los de México y Uruguay.

Estos son algunos de los principales instrumentos utilizados actualmente en el escenario de la deuda.

Sin embargo, si tuviéramos que destacar cuáles serían, a nuestro juicio, los puntos más importantes de esta etapa del manejo de la deuda, seleccionaríamos tres:

—reescalonamientos multianuales.

—los asumidos son factores básicos.

Ya hemos comenzado a capturar parte del descuento de la deuda a través de las operaciones de pago de la cartera del Banco Central con deuda externa uruguaya ("debt to debt"). En este mecanismo, el Banco Central se apropia del 40% del descuento sobre la deuda externa. Además, en las operaciones de capitalización que se están procesando el país se apropia también de una parte del descuento, que puede exceder al 40% mencionado.

Estimamos que estos antecedentes van marcando un camino que es preciso que Uruguay explore en una perspectiva de mediano plazo. Es decir, profundizar los diferentes mecanismos ya existentes y los que el dinamismo de la negociación de la deuda vaya aportando, de modo de capturar parte del descuento de la deuda en una aproximación de mercado.

La importancia del punto es singular. Si se mantiene en el mediano plazo la política de que la deuda no crezca en términos reales, la captura de parte del descuento haría descender nuestro endeudamiento en ese monto, lo que permitiría una mayor flexibilidad dentro de la restricción señalada.

En el financiamiento de la inversión, es muy importante el ahorro interno, así como la repatriación de capitales y la inversión directa. Como criterio general, deberá procurarse que el endeudamiento vaya perdiendo peso en la estructura de financiamiento.

Sin embargo, deberá asegurarse que el país continúe la senda de crecimiento iniciada, y que la misma se afiance. Por lo tanto, en especial en el mediano plazo el endeudamiento seguirá jugando un papel importante.

Si la disponibilidad de otro financiamiento fuera muy fluida, la apropiación de los descuentos reducirá nuestra deuda y, consecuentemente, nuestras transferencias, contribuyendo a mejorar entonces las posibilidades de crecimiento.

*De sus palabras se desprende la trascendencia que asigna al proceso de crecimiento económico. ¿Cuál es desde su punto de vista, el ingrediente básico para asegurar las posibilidades de continuidad en la expansión de la actividad productiva?*

—con el objetivo de mantener el endeudamiento externo público constante en términos reales.

El sostenimiento de esta variable es posible cuando lo afectan razones de carácter transitorio y la disciplina fiscal y monetario permiten hacer lugar a las variaciones circunstanciales de los parámetros externos.

En ese sentido, la autoridad monetaria ha llevado a cabo una política de crédito interno que ha permitido absorber los movimientos circunstanciales sin graves costos en términos de otros objetivos monetarios.

La combinación de un programa de estabilidad macroeconómica y mantenimiento de ciertos precios relativos básicos ha buscado crear un marco adecuado para el incremento de los factores productivos.

En un orden diferente, la ley de refinanciación, los tratamientos excepcionales que fueron posibles de instrumentar en base a la misma, los procedimientos "debt to debt" y otros mecanismos, permitieron ir dilucidando los problemas de definición de propiedad que afectaban seriamente a las empresas uruguayas como consecuencia del sobreendeudamiento incurrido en el pasado. Ello ha ido eliminando una de las causales de incertidumbre mencionadas previamente.

La refinanciación de la deuda externa y la obtención de mejores condiciones en términos de spread y periodos de gracia alivió un condicionante significativo sobre las expectativas del sector privado.

Todas estas medidas y políticas buscaron crear un marco general fecundo para una reactivación pronunciada de la actividad económica.

Para que esto se mantenga se requiere continuar con un cuidadoso ordenamiento macroeconómico, que naturalmente depende de la disciplina fiscal y monetaria que se observe.

Adicionalmente se requiere que los recursos se asignen con la mayor eficacia posible dada su gran escasez. Con la finalidad de implementar este aspecto se está procediendo a realizar las modificaciones necesarias para maximizar el retorno de los recursos invertidos.

La ruptura del orden fiscal y monetario, tan siquiera su debilitamiento, no sólo traerá más inflación sino que implicaría la imposibilidad de crecer.