

Cr. Ricardo Pascale

Un nuevo aporte a la consolidación de las expectativas empresarias

En una profunda y prolija exposición, el presidente del Banco Central Cr. Ricardo Pascale definió las pautas y metas del programa financiero del gobierno para el año en curso. Explicó los esfuerzos que se continuarán haciendo en materia de contención del desequilibrio del sector público y de la concordancia que existirá entre la política monetaria, cambiaria y la acción antiinflacionaria. La conferencia constituyó entonces, un aspecto esencial para la conformación de las expectativas de los agentes privados.

A continuación presentamos el texto íntegro de la exposición que el Cr. Pascale brindó en la Academia Nacional de Economía.

I. LA PERFORMANCE DE 1987 EL ESCENARIO EXTERNO

1. El shock externo positivo recibido en 1986 fue interpretado como transitorio. Ya a comienzos de 1987 esta interpretación aparecía como básicamente correcta. Se produce una serie de acontecimientos que generan un cambio desfavorable en el escenario externo de la economía uruguaya. Buena parte del shock positivo de 1986, se reversionó en 1987.

El precio internacional del petróleo subió, la situación regional se volvió desfavorable para nuestro comercio y las tasas de interés internacionales tuvieron —hasta el

LA POLITICA INSTRUMENTADA

4. La estrategia de política económica seguida en 1987, en particular de política monetaria-cambiaria debía encuadrarse en el programa de mediano plazo del gobierno, condicionada, como es natural, por la coyuntura externa que se enfrentaba a comienzos de dicho año.

5. En gran medida, como consecuencia del crecimiento de 1986, de algunas políticas instrumentadas y del escenario externo, la absorción de la economía comenzó a crecer en el primer semestre de 1987, con las consecuencias esperables sobre la cuenta corriente.

Sobre la mitad de 1987, se iba confirmando que los desequilibrios regionales tenían una magnitud y permanencia en el tiempo que requerían la adopción de medidas correctivas.

6. Es importante señalar a este respecto que en la ejecución del programa de crecimiento y estabilización que se está llevando a cabo es necesario mantener ciertos equilibrios básicos que fueron cuidadosa y trabajosamente alcanzados que no pueden modificarse abruptamente ante la menor noticia adversa. En este sentido, conviene hacer énfasis en el esfuerzo realizado para fortalecer la credibilidad y certidumbre de los agentes económicos respecto de la política gubernamental.

Los cambios a introducirse debían responder a la lógica interna de la política seguida y hacerse con sumo cuidado a la vez que con firmeza.

Como corolario de todo lo anterior, dada en especial la difícil situación externa, se hacía necesario impedir pérdidas de com-

bajo. La recuperación en la competitividad externa fue general excepto para el caso de Argentina, país en el que la brecha cambiaria entre el dólar oficial y el paralelo se incrementó al 40% hacia fines de 1987.

De no haberse adoptado las medidas de principios de setiembre, el deterioro de la capacidad de competencia con Argentina hubiera sido mucho mayor y sus consecuencias más graves.

9. Simultáneamente se adoptaron medidas para limitar el crecimiento de la deuda externa a corto y mediano plazo, las que consistieron en rebajas en el premio abonado sobre LIBOR y restricciones cuantitativas y la suscripción de las mismas, procurando también, en este caso, evitar acciones bruscas y arbitrarias.

10. Esta corrección en los parámetros de política económica, que se hacía indispensable a efectos de enfrentar la difícil situación externa, llevó a la economía a un sendero de crecimiento más lento pero sostenible en el tiempo.

La alternativa de no corregir los desequilibrios que se estaban generando en la economía hubiera implicado una situación de cuenta corriente difícil de mantener, con el consiguiente efecto negativo sobre las expectativas de los agentes económicos, lo que se habría traducido en fuga de capitales y desmonetización de la economía culminando con una quiebra generalizada de la cohesión, una aceleración de la inflación y, finalmente, un proceso de ajuste muchísimo más severo que el que se espera resulte de las decisiones adoptadas.

LA PERFORMANCE EN 1987

ciones cayeron 9,5% y las importaciones subieron 10,1%.

El aspecto quizás más importante a destacar es que la caída en el saldo comercial respecto a 1986 (de aproximadamente 170 millones de dólares) se explica en su casi totalidad por el brusco cambio en el comercio con Brasil, el que pasa de un superávit de US\$ 83 millones a un déficit de US\$ 72 millones.

15. Las cifras preliminares de la balanza de pagos para 1987 arrojan los siguientes resultados:

- a) Balance comercial: 47,0 MM de US\$.
- b) Balance cuenta corriente: 130,0 MM de US\$.
- c) Cuenta capital: 175,0 MM de US\$.
- d) Variación reservas internacionales: 45,0 MM de US\$.

La ganancia de reservas internacionales de 1987 viene a compensar parcialmente el mayor nivel de endeudamiento en relación al programado que se contrajo durante el año programado como se explicará más adelante.

16. Como señaláramos, la evolución prevista para el agregado M2 estaba en un rango de entre 55 y 60%.

El crecimiento de los agregados monetarios efectivamente registrado, fue el siguiente:

- M1: 67,3%.
- M2: 58,1%.
- Dep. en m/e: 8,7%.

Estos resultados fueron alcanzados gracias a una estrecha coordinación de políticas con el BROU, cuyo apoyo es fundamental dada su importancia en el sistema financiero nacional.

17. Las metas establecidas de crédito in-

interes internacionales tuvieron — hasta el crack de octubre de 1987 — una suba continua.

Los aspectos positivos de la coyuntura internacional, en cuanto a nuestra situación externa, fueron por un lado, la continuación de la caída del dólar (de alrededor de 20 a 25% dependiendo de la moneda con que se compara), que facilitó la colocación de nuestros productos en el mercado europeo y en la zona de influencia del yen y, por otro, los buenos precios de exportación recibidos, que no hicieron sino reflejar la mayor inflación internacional que a nivel de las materias primas provocó la caída del dólar frente al resto de las divisas fuertes.

2. Este cambio en la coyuntura externa se tradujo en una reversión de la situación de exceso de recursos disponibles que experimentamos durante la mayor parte de 1986, con lo cual las presiones para una apreciación en términos reales de la moneda nacional se fueron disipando durante el año 1987.

LAS PROYECCIONES PARA 1987

3. Algunas proyecciones básicas para 1987, en el marco del escenario externo reseñado, incluían:

- Crecimiento del producto: 4%.
- Incremento de precios al consumo: 50%.
- Variación de reservas internacionales nula entre diciembre de 1986 y diciembre de 1987, lo que no excluía movimientos transitorios según la estacionalidad de la cuenta corriente y la secuencia de recursos externos.
- Déficit global del sector público (fiscal y parafiscal) de un 4,2% del PIB, financiado en un 2% con flujos externos y el resto con recursos internos.
- Crecimiento de M2 en el orden de 55-60%.
- Expansión del crédito interno neto del Banco Central que no superaría los N\$ 41.000 millones, considerando la base amplia y los N\$ 35.500 millones con la base restringida (que excluye la caja y los depósitos a la vista del Banco de la República en el Banco Central).

especial sea la difícil situación externa, se hacía necesario impedir pérdidas de competitividad.

7. Ello requería, a su vez, una política fiscal y monetaria más estricta que la llevada a cabo durante el primer semestre, acompañada por una suba en las tasas de interés en moneda nacional para adecuarlas al nuevo y mayor ritmo de depreciación implícito en la política de flotación. Esto implicaba, necesariamente, tasas de interés reales más elevadas como contrapartida natural del proceso de recuperación del tipo de cambio real.

Este es un proceso simétrico al vivido, por ejemplo, durante el año 1986, en el que la excepcional coyuntura externa permitió un nivel sumamente bajo de tasas de interés en términos reales que coexistió con una leve apreciación de la moneda nacional.

8. Hacia julio, el nuevo peso se depreciaba a una tasa promedio de 3,6%, mientras que la tasa de interés de las Letras de Regulación Monetaria a 90 días era de 67%.

El tipo de cambio del último trimestre se depreció a un promedio mensual del 4% y la tasa de interés de las Letras de Regulación Monetaria a 90 días se elevaron al 72%. Las medidas para reducir el crecimiento del crédito interno, por su parte, se acentuaron recurriendo a los instrumentos disponibles.

Adicionalmente y como un complemento a la suba de las tasas de interés en las Letras de Regulación Monetaria, el Banco Central comenzó a actuar sobre la tasa "call", poniéndole un "piso" a la misma y transformándose en un importante tomador de fondos en el mercado. De hecho, dicha política respecto a la tasa "call" hizo las veces de una política activa de operaciones de mercado abierto y se constituyó en un medio eficaz para esterilizar liquidez del mercado.

Las medidas adoptadas a principios del mes de setiembre permitieron una importante recuperación de la competitividad global en el último trimestre, la que fue del orden del 8% en relación al tercer trimestre de 1987 en que había tocado su nivel más

LA PERFORMANCE EN 1987

11. El salario real experimentó una nueva suba de alrededor de 5% durante 1987. En promedio la tasa de desempleo fue inferior a la registrada durante 1986, aunque hubo un leve repunte sobre el final del año.

En cuanto al comportamiento de la inversión se dio un crecimiento del 25,3%, que resulta de mucha importancia a los efectos de mantener el ritmo de expansión de la economía en el futuro.

12. El índice de precios al consumo (IPC) mostró una nueva desaceleración respecto al año anterior ubicándose en un guarismo anual del 57,3% frente al 70,7% en 1986.

En el caso de los precios al por mayor de productos nacionales, los mismos experimentaron una suba de 57,2%.

13. El tipo de cambio tuvo un alza del 54,8%, prácticamente el mismo ritmo de aumento de los precios.

Respecto a las paridades, como es conocido, el Banco Central elabora dos índices: uno que mide la competitividad comercial (con precios mayoristas y tipos de cambio oficiales) y otro que mide la competitividad a nivel de servicios (con precios al consumo y tipos de cambio paralelos).

Los resultados correspondientes al primero, para el periodo diciembre de 1986 a diciembre de 1987, para el promedio de los 9 países más importantes en nuestro comercio exterior, muestran una mejora de la competitividad del 13,1%. Para el caso de Brasil dicha mejora fue de 9,2% y en el de Argentina se produjo una desmejora de -8,0%.

En el segundo caso, para igual periodo, se aprecia una mejora del 22,9% para el promedio de los nueve países, del 56,5% para el caso de Brasil y del -12,4% con Argentina.

14. Las exportaciones en 1987 alcanzaron 1.189 millones de dólares, con un aumento del 9,3% respecto al año 1986.

Las importaciones por su parte fueron de 1.142 millones de dólares, con lo cual el balance comercial registró un superávit de 47 millones de dólares.

Medidas a precios de 1978, las exporta-

ciones nacionales.

17. Las metas establecidas de crédito interno neto se alcanzaron con un margen amplio, (1). No obstante, esta cifra debe considerarse conjuntamente con el exceso respecto al programa que se registrara (1) en el endeudamiento que, de no haberse verificado, hubiera transformado aquel margen en un exceso de aproximadamente 7.000 millones de nuevos pesos.

En todo caso, esta corrección debe hacerse con suma prudencia, ya que el mayor endeudamiento se dio en un contexto tal que no generó presiones excesivas en el mercado de capitales. Como ejemplo de ello, cabe recordar las sucesivas reducciones en los premios abonados sobre LIBOR en Letras de Tesorería y las restricciones cuantitativas a nivel de la oferta de dichos instrumentos que se implementaron durante buena parte del año.

El resultado hubiera sido muy diferente y los efectos distintos si dicho mayor endeudamiento se hubiera logrado con medidas de índole forzosa.

18. Las reservas internacionales netas, como señaláramos cuando repasamos la balanza de pagos, superaron las metas establecidas. Esto respondió al mayor nivel de endeudamiento verificado en relación al programa y a la decisión de evitar que el mismo generara una caída en el tipo de cambio real. (2).

(1) Ver Cuadro I

(2) Ver Cuadro II

19. Con respecto al déficit del sector público se registró un ligero desvío de la meta conjunta del sector público no financiero y del Banco Central. En términos nominales dicho desvío fue de N\$ 4.866 millones. (1).

Sin embargo, en relación al producto, la meta de un déficit global equivalente al 4,2% del PBI se cumplió, ya que en realidad el déficit global consolidado del sector público fue de 4,1% del PBI, debido a que la mayor inflación y el crecimiento real del PBI generaron un producto nominal marcadamente más alto que el originalmente previsto.



20. Como mencionamos, el endeudamiento externo del sector público excedió lo previsto. El exceso de endeudamiento de 72 millones de dólares prácticamente coincide con la mayor ganancia de reservas internacionales del Banco Central. (2) (3)

(1) Ver Cuadro III.

23. La situación de algunos países de la región que influyen especialmente en nuestra performance económica, agrega incertidumbre a las proyecciones. El análisis de la misma demandó entonces un esfuerzo mayor para su incorporación al programa, y será motivo de un seguimiento bien estrecho durante la ejecución del mismo.

a. Déficit consolidado

26. La meta establecida para el déficit consolidado para 1988 es de N\$ 94.500 millones, de los cuales corresponden N\$ 25.500 millones al sector público no financiero. Estas cifras no tienen deducidas las disminuciones de deuda por el mecanismo de "debt to debt".

En términos de porcentajes sobre el PIB, las cifras serán las siguientes:

Déficit	% sobre PBI
Sector público no financiero	1.0
Banco Central	2.7
Consolidado	3.7
Operaciones "debt to debt"	-0.5
Déficit total	3.2

Las fuentes de financiamiento del citado déficit son las siguientes:

Financiamiento	% s/PBI
Externo	1.0%
Base monetaria	1.8%
Otros recursos internos	0.4%
Operaciones "debt to debt"	0.5%
	3.7%

b. Incremento en los activos internos netos del Banco Central del Uruguay.

27. Se ha previsto un incremento de los activos internos netos del Banco Central del Uruguay de N\$ 45.000 para el año 1988.

Consideramos de utilidad efectuar algunos comentarios sobre un componente particular de la meta, que es el crédito al sec-

Respecto al crédito al sector privado, la estimación prevé que el mismo se mantendrá constante en términos reales.

LINEAMIENTOS DE POLITICA

31. La estrategia de política monetaria-cambiaria para 1988 se inscribe en el marco general de la política económica de mediano y largo plazo congruente con las posibilidades de endeudamiento y la necesaria expansión de las exportaciones y de la inversión como elementos dinamizadores.

La piedra angular del ajuste económico-financiero que se está llevando a cabo desde 1985 consiste en reducir el desequilibrio fiscal, como medio de recomponer el equilibrio externo y propender a una reducción del ritmo inflacionario. Ello implica para las áreas cambiarias y monetarias un tipo de cambio realista en un marco de relaciones macroeconómicas equilibradas, y un comportamiento monetario crediticio acorde con las metas establecidas.

Debe entenderse que Uruguay está recibiendo dos influencias opuestas desde el resto del mundo que requiere un especial cuidado en la instrumentación de la política adecuada.

Por un lado, los términos de intercambio —luego de varios años— han resultado favorables para Uruguay, lo que de continuar se reflejará en la balanza comercial del corriente año.

Por otro lado, la situación regional a partir del tercer trimestre de 1987 generó un shock negativo principalmente en materia de servicios que se prolongará —con diferente intensidad— durante el corriente año.

Las bruscas fluctuaciones de la paridad cambiaría con la región complican sin duda el diseño y desarrollo de la política financiera uruguaya. El criterio adoptado ha sido el de reaccionar ante cambios de carácter permanente, ajustando nuestras políticas a las nuevas realidades, evitando seguir los movimientos erráticos que circunstancial-

(2) Ver Cuadro IV

(3) Las diferencias entre la variación de reservas internacionales del cuadro II y la señalada para el balance de pagos, se deben a los distintos arbitrajes utilizados.

II. PROGRAMA MONETARIO PARA 1988

Escenario externo

21. La incertidumbre habitual de este escenario y su complejidad están presentes una vez más. Probablemente más acentuada, tanto en lo que hace a la coyuntura internacional como a la regional.

22. Los trastornos observados en los mercados de capitales así como una indefinición sobre las reglas de intervención que adoptaran las principales autoridades monetarias del Grupo de los Siete (G-7) persisten.

Existen, sin embargo, algunos indicios de que está en proceso una tendencia a atenuar los grandes desequilibrios comerciales y fiscales de EE.UU. y una acción en sentido contrario en Japón y Alemania. Esto último ayudaría, básicamente, a equilibrar las cuentas corrientes de los balances de pagos de dichos países.

A raíz del colapso de las bolsas de octubre de 1987, los pronósticos de crecimiento para el mundo industrializado se vieron reducidos en alrededor de 1%, aunque hasta el momento dicha reducción no se está verificando.

En cuanto a la tasa de interés internacional el supuesto adoptado es que dicha variable se mantendrá —con leves oscilaciones— en los niveles actuales.

Con respecto al precio del petróleo, parecería existir a nivel del mercado mundial de crudo una leve tendencia descendente, habiéndose incorporado este supuesto en la formulación del programa.

Para la carne, por su parte, se prevé una leve disminución del precio internacional, que en el caso de Uruguay podría ser compensada por mayores saldos exportables.

En el caso de la lana y del arroz ya se ha registrado un fuerte aumento de los precios, que se prevé continuará durante el resto de 1988, dada la situación actual de los mercados.

PRINCIPALES HIPÓTESIS Y METAS DEL PROGRAMA MONETARIO

24. Especificaremos a continuación el marco de objetivos y metas de política económico-financiera y algunas hipótesis con respecto a los principales agregados y al sistema bancario en su conjunto.

Crecimiento del PBI del 4%.

Continuación del esfuerzo para reducir el ritmo de crecimiento de los precios. La inflación proyectada entre diciembre de 1987 y diciembre de 1988 se sitúa en torno al 45%.

A fin de mantener la capacidad de competencia externa de la producción nacional, el tipo de cambio deberá evolucionar a un ritmo similar al de la inflación interna.

El endeudamiento externo neto del sector público no deberá incrementarse en más de US\$ 61 millones durante 1988.

Las reservas internacionales netas del Banco Central no tendrán variación en el período anual, aunque podrán tener fluctuaciones intra-anales por motivos estacionales.

El desequilibrio financiero del sector público, incluido el déficit parafiscal del Banco Central y la asistencia financiera al Banco Hipotecario, no excederá el 3,7% del Producto Bruto Interno. El mismo se reduce a un 3,2% incluyendo los ingresos que, para el Banco Central del Uruguay, representan las operaciones "debt to debt".

Se estima una velocidad de circulación de dinero-producto similar a la registrada durante el año anterior.

No se proyectan modificaciones en el régimen de encajes bancarios, ni en el monto obligatorio de estas instituciones.

PRINCIPALES METAS CUANTITATIVAS

25. Estas son:

a. Déficit consolidado del sector público no financiero y del Banco Central del Uruguay.

b. Incremento en los activos domésticos netos del Banco Central del Uruguay.

c. Reservas internacionales netas del Banco Central del Uruguay.

d. Deuda externa del sector público.

dejar de la meta, que el sector público no financiero.

Las proyecciones elaboradas para el conjunto del sector público no financiero (gobierno central y empresas públicas) muestran un desequilibrio de caja del 1% del producto bruto interno, lo que representa N\$ 25.500 millones.

El análisis de las fuentes financieras externas a las que puede acudir el sector público no financiero prevé la obtención de crédito externo neto por US\$ 122 millones. Dado que el sector público financiero cancelará deuda por US\$ 61 millones, el endeudamiento neto total del sector público crecerá en 61 millones de dólares.

En razón de lo anterior, el sector público no financiero obtendrá más recursos externos que los necesarios para su financiamiento. Esto es imprescindible, sin embargo, para alcanzar el equilibrio en la balanza de pagos, toda vez que se proyecta un déficit en la cuenta corriente de US\$ 107 millones, en tanto se adopta como meta un comportamiento neutro de las reservas internacionales del Banco Central.

De este modo, el sector público no financiero actuará en forma contractiva en el sistema bancario consolidado, por un monto de N\$ 17.700 millones.

c. Reservas internacionales netas del Banco Central.

28. Como ya se ha establecido anteriormente, la meta de reservas internacionales netas del Banco Central del Uruguay determina una variación nula entre fines de 1987 y 1988.

El programa prevé pérdidas de reservas en el primer y segundo trimestre y ganancias en los restantes.

d. Endeudamiento externo público.

29. El programa prevé un endeudamiento externo público que a diciembre de 1988 llega a US\$ 3.630 millones.

30. Resulta de utilidad además de haber analizado las metas anteriores, efectuar algunas consideraciones sobre otras proyecciones del programa monetario. En particular algunos agregados monetarios y el crédito al sector privado.

La estimación del crecimiento de M2, tomando en cuenta la sensibilidad de este agregado a variaciones en algunos supuestos, se sitúa en el rango de 48-53%.

mente se producen en la región del espíritu, se ha estimado que brechas cambiarias del orden del 40% no resultan sostenibles por períodos prolongados y que inevitablemente se verifican procesos correctivos en los países en que esto ocurre.

33. Otro punto central de política monetaria consiste en el mantenimiento de la relación de arbitrajes de tasas de interés entre los activos monetarios en moneda local y extranjera. Ello evitará un proceso de desmonetización que resultaría incompatible con los supuestos de velocidad de circulación adoptados para este programa.

Al mismo tiempo ello permitirá al Banco Central adquirir las divisas necesarias para servir las operaciones comerciales y financieras del sector público.

34. Durante el presente año se han instrumentado los procedimientos "debt to debt" y "debt to equity". Mediante ellos se procura resolver el problema del endeudamiento interno acumulado en el Banco Central así como promover la inversión doméstica aprovechando los descuentos de deuda externa que se observan en el mercado.

En este sentido cabe recordar que una vez finalizado el proceso administrativo de refinanciación de la deuda interna, el BCU procurará por todos los medios a su alcance el recupero de las acreencias que tiene con el sector privado.

Resulta innecesario destacar las ventajas que de ello se derivan en materia de eficiencia económica y ética distributiva.

35. El propósito de reducir gradualmente la inflación sigue formando parte del núcleo de la política desarrollada. Como se ha mencionado en programas anteriores, y en los párrafos precedentes, el componente fundamental de la estrategia antiinflacionaria pasa por la reducción sistemática y sostenida del déficit fiscal.

Confiamos en que estas consideraciones contribuyen a la elaboración de las expectativas de los agentes económicos, congruentes con el marco de acciones gubernamentales de modo de evitar costos innecesarios vinculados a posibles pronósticos erróneos en el nivel de activos, empleo y crecimientos de los precios.