


FEBRERO DE 1990

Guía

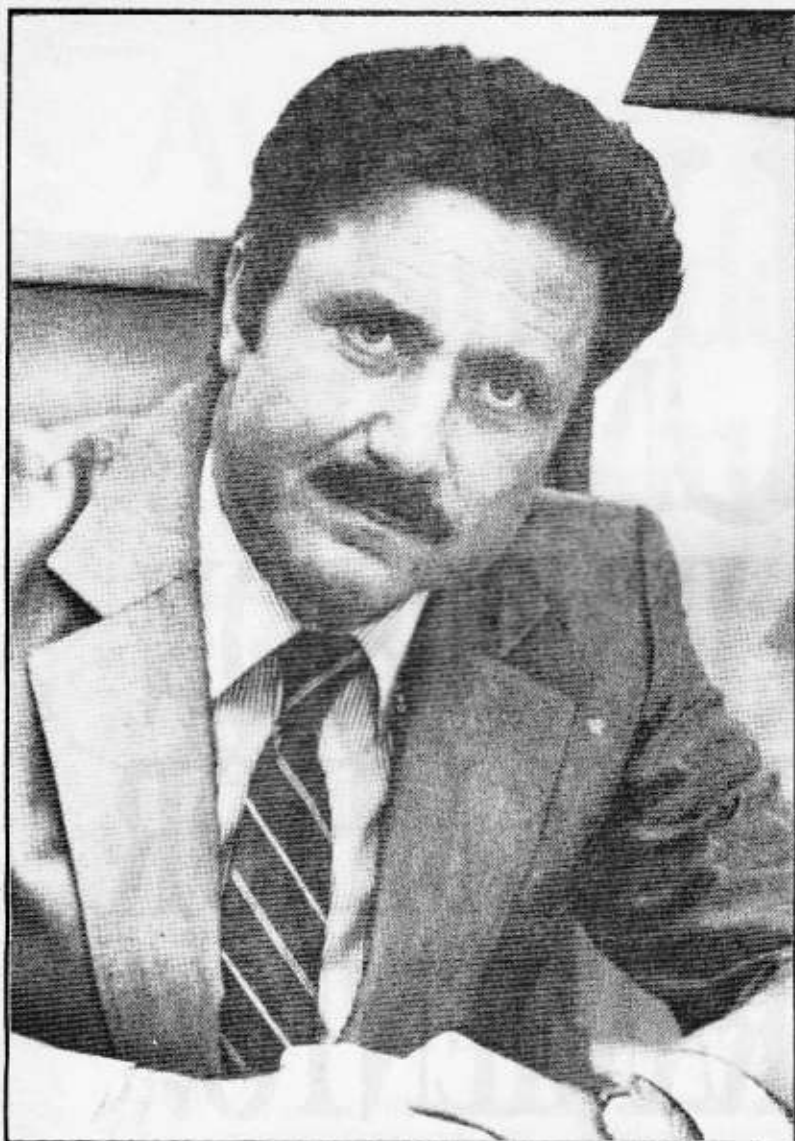
FINANCIERA

Serie: DOCUMENTOS



**"Algunas reflexiones
sobre la política económica
de los últimos años"**

Por el Cr. Ricardo Pascale



Esta nueva edición de la serie "Documentos", que regularmente GUIA hace llegar a sus lectores, contiene la versión de la conferencia "Algunas reflexiones sobre la política económica de los últimos años", dictada por el presidente del Banco Central del Uruguay, contador Ricardo Pascale, el pasado jueves 8 de febrero. El evento, organizado por GUIA FINANCIERA y auspiciado por la Bolsa de Valores de Montevideo, resultó una buena e invaluable oportunidad para repasar -desde la lúcida óptica del disertante- un importante tramo de la vida económica del país. La versatilidad del actual presidente del Banco Central y su capacidad de análisis de la realidad económica del Uruguay moderno hacen de estas "reflexiones" un material de indudable valor para nuestros lectores.

Ricardo Pascale
 Presidente del Banco Central del Uruguay

"Algunas reflexiones sobre la política económica de los últimos años" (*)

1. En esta exposición analizaremos con un criterio general la evolución de la política económica, en particular sus facetas financieras, en los últimos años, (aspectos que de alguna forma ya hemos considerado en anteriores exposiciones), planteando sucesivamente el escenario inicial que se afrontaba hacia 1985, la evolución de los principales indicadores y algunos de los criterios de política que se aplicaron. En una segunda parte, se describirá desde nuestra perspectiva, la evolución económica en 1989 y los principales factores que incidieron en sus resultados. Por último, plantearemos algunos aspectos a destacar durante estos años y ciertos problemas que a nuestro criterio enfrenta la economía uruguaya hacia el futuro.

ESCENARIO INICIAL

2. Hacia comienzos de 1985 se percibía un panorama general muy complicado que abarcaba: una alta inflación, que había venido creciendo ininterrumpidamente desde 1982; un estado de receso económico agudo, con caídas del producto y del ingreso nacional en 1982, 1983 y 1984; una situación de gran debilidad en el balance de pagos, que se expresaba en una cuenta corriente deficitaria; una renegociación de corto plazo de la deuda externa y una situación débil en las reservas internacionales; un proceso muy delicado de endeudamiento interno que había afectado la estabilidad del sistema bancario y que se reflejaba, por entonces, en la existencia de varios bancos en situación crecientemente crítica, sin ninguna solución planteada. Todo este panorama se daba, como era lógico, en un entorno de expectativas muy pesimistas.

3. Algunos indicadores ilustrarán estos comentarios. El producto bruto interno sufrió una caída de 1,5% en 1984, luego de retroceder 9,4% en 1982 y 5,9% en 1983. El ingreso nacional a su vez descendió 4,05% en 1984 reflejando el deterioro en los términos de intercambio en bienes y servicios que se sumaba a la caída de la producción. La inversión experimentó una fuerte caída a partir de 1981, situándose en el nivel del 10% en 1984, sin perspectivas de que la tendencia se revirtiese hasta tanto mejoraran las condiciones económicas, se recuperara la confianza y los nuevos proyectos pudieran madurar (o se comenzaran a ejecutar). Por su parte, la tasa de desempleo alcanzaba al 14,0%, (1984) habiéndose llegado a 15,5% en 1983. La cuenta corriente

del Balance de Pagos (en 1984) era negativa en US\$ 129 millones, aproximadamente -2,5% del PBI, en un contexto donde se encontraba seriamente limitada la posibilidad de financiamiento adicional. La deuda pública externa bruta había alcanzado un nivel de 60,1% del PBI y equivalía a 2,3 veces el monto de exportaciones de bienes y servicios. Los salarios reales habían caído aproximadamente un 30% durante el bienio 1983-1984 acompañado por una mayor desocupación debido a la recesión productiva. La tasa de inflación a su vez se aproximaba a 90% (los precios al consumo subieron 30% entre noviembre 1984 y abril 1985). Por su parte, el tipo de cambio había aumentado, en el mismo período, a un ritmo de 43%, que en términos anualizados equivalían a 135% mientras la emisión monetaria alcanzaba un crecimiento de 31% (un ritmo anualizado de 92%). El déficit fiscal en 1984 alcanzó un nivel de 9,2% del PBI de igual período. Todo este panorama afectaba, como dijimos, las expectativas del público por el gran desequilibrio monetario que era de prever dada la muy baja relación entre la Base Monetaria y el Producto Bruto Interno.

LOS PRINCIPALES DESARROLLOS

4. En el Cuadro 1 se presentan algunos indicadores de la evolución económica del período. En alguna medida,

CUADRO N° 1	1984	1985	1986	1987	1988	1989
PBI	-1,5	0,3	7,5	5,9	0,5	0,5*
INGRESO NACIONAL	-4,0	-0,7	12,3	7,3	1,5	S/d
DESEMPLEO	14,0	13,1	10,8	9,3	9,2	8,4
AUMENTO PRECIOS AL CONSUMO						
PROMEDIO	55,3	72,2	76,4	63,6	62,2	80,0%
FIN DE PERIODO	66,1	83,0	70,6	57,3	69,0	89,0%
CTA. CTE. B. DE PAGOS	-129,0	-120,0	67,0	-131,0	34,0	122,0*
% PBI	-2,5	-1,8	1,0	-1,7	0,4	1,4*
DEUDA PUBLICA EXTERNA						
BRUTA	3163,0	3551,0	3829,0	4228,0	4239,0	4335,0*
% PBI (1)	60,1	68,0	59,1	54,4	53,2	51,0*
DEUDA PUBLICA EXTERNA NETA/PBI (1)						
	36,6	40,0	29,7	24,8	27,6	27,7*
DEUDA EXTERNA BRUTA TOTAL/PBI (1)						
	88,6	93,9	80,9	75,7	79,5	78,8*
DEUDA EXTERNA NETA TOTAL/PBI (1)						
	56,3	55,8	40,6	35,8	38,5	38,4*
INTERESES NETOS / EXPORT. BIENES SERV.						
	26,3	26,4	17,4	17,0	15,7	15,7*
RIN BCU (ORO A PRECIOS CONSTANTES) (2)	643	603,7	859,4	904,0	977,1	1071,2
RIN BCU (ORO A PRECIOS DE MERCADO)	618,8	602,3	1024,7	1319,1	1191,0	1265,6

(1) Calculado con el stock de deuda al 31/12; (2) A US\$ 327,92 la onza troy (valores al 31/12); * Cifras preliminares.

(*) Conferencia dictada el 8 de febrero de 1990 en la Bolsa de Valores de Montevideo.

ellos reflejan un conjunto de factores que surgen de la interacción entre la política aplicada y las circunstancias internas y externas en las cuales el programa se desarrolló.

5. El crecimiento de las reservas, de más de US\$ 400 millones, sin contar la revaluación del oro en el período, se logró entre otros conceptos, con colocaciones netas de Letras de Tesorería, Bonos del Tesoro y un flujo positivo de depósitos del sistema bancario en el Banco Central del Uruguay y el carácter restrictivo que se le imprimió a la política monetaria. En todo caso, debe retenerse que ese mayor volumen de recursos no fue gastado sino colocado en reservas, para servir de amortiguador a cualquier trastorno que la economía pudiera sufrir.

6. En el cuadro se observa la importante corrección de la cuenta corriente del Balance de Pagos entre 1984 y 1986. Prácticamente del 3,5% del Producto Bruto Interno fue la reversión verificada que resultó de políticas domésticas más restrictivas y contracíclicas y de una evolución externa favorable. En 1987, se conservó una tasa de crecimiento del gasto muy alta aún cuando ya no se verificaba una situación externa tan favorable. Ello forzó, hacia el segundo semestre del año, a un enfriamiento de la economía que se tradujo en una importante corrección durante 1988 y 1989. La amplia indización incidió en el sentido que la corrección se realizó a niveles inflacionarios más altos, que fueron el correlato de un ajuste que sólo podía afectar los niveles reales de gasto con un impuesto tan imperfecto como es la inflación. Es probable que, con otra situación como una mayor flexibilidad fiscal, y una política de tasas de interés algo diferente, esta corrección necesaria se hubiera verificado de todos modos, pero con menor tasa de inflación. En definitiva, el mantenimiento de un determinado tipo de cambio real fuerza al ajuste, ya sea por mayor disciplina fiscal o por mayor tasa de inflación. Esta corrección ha sido muy importante, por cuanto ha evitado la acumulación de tensiones, al tiempo que se verificaba una aguda crisis regional. Hoy día, con la cuenta corriente del Balance de Pagos saneada y la importante masa de reservas disponibles evita tener que diseñar la política económica en condiciones externas muy delicadas.

7. En materia inflacionaria el programa desarrollado permitió reducir la misma de un nivel cercano al 90% tomado sobre bases anuales, a otro de 54%, en el primer trimestre de 1988. La presencia de algunos de los problemas planteados fueron gestando un deterioro en el control inflacionario que se vio más claro hacia 1989. Sin duda, algunos factores de oferta incidieron en este resultado, pero seguramente fueron los citados en los dos párrafos anteriores, los más importantes en este proceso. La reversión del mismo no será sencilla, en particular si prevalece la rigidez verificada en los últimos períodos en la determinación de los niveles nominales de salarios.

8. La evolución de la actividad tuvo como respaldo una recuperación significativa de los términos de intercambio que no sólo facilitó el ajuste externo sino que permitió que la expansión productiva se realizara sin afectar seriamente el equilibrio externo. La fuerza impulsora inicial se ubicó

en la demanda externa, tanto de la región como del resto del mundo. Hacia 1987, esa demanda se vio reemplazada por la demanda interna, lo que finalmente desembocó en algunas presiones sobre la cuenta corriente que indujeron al ajuste ya comentado. La realidad es que el crecimiento sumamente rápido de 1986 y 1987 se realizó en base a una importante capacidad ociosa que, al cubrirse, limitaba en buena medida las posibilidades hacia el futuro dado el bajo nivel que exhibía la inversión. Naturalmente, y no es esta la oportunidad adecuada para extenderse en el tema, la baja crónica en la inversión (pasó de un promedio de 12,3% del PBI en la década de 1970 a un nivel de 9% del PIB en el período comprendido entre 1985 y 1988) se traducirá, de no revertirse, en problemas de empleo y remuneraciones.

9. El ahorro externo, como lo revelan las cifras de cuenta corriente, no ha sido significativo en el período y difícilmente lo sea en la década de 1990.

Un aspecto importante es que el desahorro público se redujo de 13% de PBI en 1983 a 0,75% de PBI en 1988. A pesar de ese esfuerzo el ahorro nacional sólo se incrementó de un nivel de 6,5% del PBI en 1983 a 10,3% en 1988. En buena medida la gran corrección de la absorción de ahorro privado que realizaba el sector público fue canalizada a un incremento de consumo y a una reducción del financiamiento externo.

10. Los desarrollos en el sector laboral afectaron tanto las cantidades de empleo como los niveles salariales. Así, por ejemplo, el desempleo disminuyó significativamente de una tasa de 15,5% en 1983 a un nivel de 8,5% en la primera mitad de 1989. En el caso del salario real el incremento fue muy sustancial, tanto se haga la deflación del mismo por costo de vida como por una divisa extranjera como el dólar estadounidense.

En el cuadro 2 se presenta la evolución de los salarios reales ajustados por ambos indicadores.

CUADRO Nº 2

INDICE MEDIO DE SALARIOS REALES, (VARIACIONES %)

	(1)	(2)
1984	-9,2	-13,3
1985	15,7	10,1
1986	5,8	24,7
1987	4,7	15,1
1988	1,2	3,2

(1) Ajustado por costo de vida.

(2) Ajustado por US\$ dólar nominal.

En términos globales podemos decir que el salario real se recuperó más de un 30% luego de la fuerte caída de 1983 y 1984. Esto en un marco de disminución de conflictos, pero de un elevado grado de indización que ha afectado la política macroeconómica, ya sea porque obliga a una tasa de inflación mayor ante cualquier desarrollo negativo o, alternativamente, porque si se intenta controlar a tasas más bajas el crecimiento del producto nominal el ajuste provendrá básicamente de cantidades.

11. En el campo de las finanzas públicas debe recordarse que a principios de la década de los 80 el déficit alcanzó magnitudes excepcionales: 18,3% del PBI en 1982, 16,4% en 1983 y 9,2% en 1984. La piedra angular de la política gubernamental fue proceder a una reducción sistemática del mismo como un medio de controlar los desequilibrios externos e internos y en particular la tasa de inflación corriente y la previsible hacia el futuro, si se deterioraba la solvencia estatal por la acumulación de deuda implícita en el déficit fiscal. Así el desequilibrio alcanzó a 6,4% del PIB en 1985, a 4,9% en 1986, a 4,0% en 1987 y a 4,7% en 1988. El deterioro que se observa a partir de 1987 muestra desvíos en relación al programa, reflejados en una menor reducción del gasto que el pronosticado, menores recursos por un crecimiento más lento de la actividad económica y una composición diferente con mayores exportaciones que las planeadas, lo que disminuye la base imponible neta y, finalmente, una mayor tasa de inflación que afecta el cómputo de los intereses de la deuda interna dado que se toman en términos nominales. Ello se vio agravado, durante 1989, por los efectos negativos sobre los ingresos fiscales de la sequía (menor recaudación de impuestos sobre la renta agropecuaria) y de la crisis regional (en particular el efecto de las brechas cambiarias en los países vecinos sobre el turismo y la entrada ilegal de mercaderías) y la mayor inflación implícita.

La caída en la tasa de ganancias de 1988 repercutió también en 1989 generando un menor impuesto a las rentas de las empresas, así como el efecto de deterioro que sobre el valor real de la recaudación crea el rezago inflacionario. Un aspecto que debe señalarse de la evolución del gasto es el cambio de composición del mismo. El gasto en defensa se redujo de 11,8% del total del gasto público en 1984 a 8,5% en 1988. Como contraparte, el gasto en salud, educación e infraestructura subió del 25% del total del gasto público en 1984 a 32% en 1988. Las transferencias a la seguridad social, si bien inicialmente se redujeron de 5,9% del PBI en 1984 a 4,5 del PBI en 1986, subieron a 5% en 1988 como consecuencia de la expansión de programas no financiados, así como de la reforma de 1987. Los pagos por intereses del sector público no financiero, por su parte, declinaron de 3,5% del PBI en 1984 a 2,3% en 1988 como resultado de la reducción de las tasas de interés y del acuerdo plurianual de refinanciación, que implicó una importante rebaja en los "spreads".

El desequilibrio causifiscal se redujo respectivamente de 4,2 del PBI en 1984, a 3,2% del PBI en 1989, luego de haberse ubicado en 2,7% y 2,9% del PBI en 1987 y 1988 respectivamente. Los factores que explican su reducción son la menor tasa de interés internacional, el menor nivel de deuda externa del Banco Central del Uruguay, la cobranza de la cartera con el sector privado y el mayor nivel del producto expresado en dólares. El crecimiento de 1988 se explica por el fuerte esfuerzo de esterilización que hubo de realizar el Banco Central del Uruguay por medio de Letras de Regulación Monetaria, para compensar la expansión del crédito. También en 1989, el Banco Central del Uruguay

debió colocar un monto importante de estos títulos, aunque en esta oportunidad, para compensar el mayor desequilibrio fiscal.

El déficit cuasi fiscal está relacionado en alta medida con la cartera adquirida a los bancos en los primeros años de la década de los 80. La cobranza de esta cartera, de difícil recuperación, ha sido lenta y se ha visto afectada por todo el proceso de suspensión de ejecuciones, así como por los trámites demorados de la Ley de Refinanciación del Endeudamiento Interno.

La mayor parte de lo cobrado fue por el sistema de pago con deuda externa (debt to debt), pero por razones metodológicas esta cobranza de cartera no se computa reduciendo el déficit.

12. Los guarismos monetarios reflejan en gran medida el comportamiento fiscal y la política de esterilización seguida. En el cuadro Nº 3 se presentan las tasas anuales de variación entre 1985 y 1988.

CUADRO Nº 3

	M1	M2	M2*
Tasas anuales de variación			
1985	101,3	91,1	88,7
1986	76,6	60,2	67,3
1987	77,2	57,7	59,6
1988	63,9	59,3	65,0
1989	72,1	58,9	60,1

La desaceleración de los agregados monetarios refleja la estrategia anunciada y el esfuerzo fiscal y monetario emprendido. Como un elemento negativo debe señalarse la gradual desmonetización de la economía verificada por el comportamiento de M2, parcialmente compensada en M2* que incluye sustitutos muy cercanos a los depósitos a plazo fijo (Letras de Regulación Monetaria). Ello se ha debido, en alguna forma, a un cierto rezago en la política de tasas de interés. Una política correcta de tasas no arregla el problema inflacionario, solo evita su agravamiento por la reducción de las fuentes de financiamiento que implica. Creo que de nuestra experiencia se desprende la necesidad de no descuidar este flanco, ni incurrir en demoras o inconsistencias, aunque sean de menor entidad.

13. Un fenómeno simultáneo a la desmonetización, a menudo expuesto, fue el incremento en la composición de depósitos denominados en moneda extranjera, que pasaron, de 71% de los depósitos totales en 1984 a 81% en 1989. Sin embargo, es preciso efectuar un comentario que es importante. Este aumento de depósitos incluye los de no residentes que son básicamente derivados de operaciones offshore. Si sólo se tomaran las operaciones domésticas estas cifras se verían claramente disminuidas.

14. La evolución del crédito al sector privado fue cambiando de composición como muestra el cuadro N° 4.

CUADRO N° 4					
EVOLUCION DEL CREDITO 1981 = 100					
	MONEDA NACIONAL			MONEDA	
	BANCA OFICIAL	BANCA PRIVADA	TOTAL	EXTRANJERA	TOTAL
1984	97,7	45,2	69,9	145,0	99,9
1985	112,0	30,6	68,9	143,3	98,5
1986	119,5	33,2	73,8	130,9	77,8
1987	133,3	32,7	80,0	138,2	103,2
1988	142,6	29,6	82,7	149,5	109,3

Durante 1987 el crecimiento del crédito interno estuvo en buena medida explicado por una política activa de colocación por parte del Banco Hipotecario del Uruguay en tanto que en 1988 se aprecia una expansión del crédito del Banco de la República Oriental del Uruguay. El flujo de crédito bancario al sector público fue muy modesto con excepción de 1988 y, en especial, 1989.

15. Un problema muy delicado que hubo que enfrentar en estos años fue la refinanciación del endeudamiento interno, que había llevado a un grado excepcional de mora a las carteras bancarias. Como es conocido fueron suspendidas por ley las ejecuciones y dictada una ley de carácter general. La evolución del problema ha sido positiva y ha permitido su gradual absorción por la actividad bancaria, la que realizó un apreciable esfuerzo de ajuste. En este sentido el Banco Central del Uruguay con la cartera propia - surgida de operaciones de saneamiento de bancos y de contrapartida de créditos externos - adoptó los criterios generales de la Ley y procedió a establecer un régimen especial de tratamiento de las deudas así como a utilizar el mecanismo Debt to Debt (*), a través del cual disminuyó el endeudamiento externo en US\$ 76 millones.

La crisis de endeudamiento fue el empuje final que arrastró a las tres entidades bancarias privadas más importantes del país a una situación muy dificultosa que venía siendo analizada por el Banco Central del Uruguay. Finalmente, la crisis bancaria se fue superando, de forma tal que no se produjeron efectos nocivos en el sistema de pagos de la economía. Una vez más contamos en esta delicada empresa con el apoyo del Banco de la República Oriental del Uruguay cuya oportuna intervención fue decisiva para preservar la estabilidad del sistema financiero. Luego, comenzó la gestión de un préstamo con el Banco Mundial para la rehabilitación de estos Bancos, el que sufrió demoras en su implementación que fueron motivo de nuestra mayor preocupación. Hoy, finalmente las soluciones están en avan-

zado estado de implementación.

16. El sector externo tuvo una evolución muy favorable. De exportar US\$ 850 millones en 1985 se ha pasado a un nivel de US\$ 1600 millones para 1989 (*). A ello convergieron tanto incrementos en los volúmenes como mejoras en los términos de intercambio. Así, por ejemplo, el volumen a precios constantes aumentó 27,4% en 1986, decreció 3,4% en 1987, y volvió a aumentar 5,7% y 15% en 1988 y 1989 respectivamente. Tomadas en valor, la evolución fue la siguiente: + 27,0% para 1986, + 8,7% para 1987, + 18,8% para 1988 y 14,0 para 1989 (*).

En el caso de los servicios factoriales ellos se redujeron de 6,9% del PBI en 1984, a 4,0% del PBI en 1989 reflejando la interacción de la menor tasa de interés internacional, la reducción del "spread" por la renegociación de la deuda y el aumento del producto bruto interno medido en dólares estadounidenses.

El flujo de recursos en la cuenta capital del Balance de Pagos refleja el importante esfuerzo de ajuste fiscal, ya que de un aumento de deuda de 13,5% del PBI en 1982-1983 se pasó a un flujo equivalente a 3 3/4% del PBI en 1987-1988. En tal contexto, han ido tomando creciente importancia los préstamos provenientes del Banco Interamericano de Desarrollo, del Banco Mundial y la colocación de Bonos del Tesoro y Letras de Tesorería. La deuda externa pública que creció a una tasa acumulativa del 25,6% anual entre diciembre de 1979 a diciembre de 1984, redujo su crecimiento en el período diciembre de 1984 a diciembre de 1988 al 7,6% anual acumulativa. Como se señaló en otra parte, los depósitos de no residentes aumentaron en forma importante, pasando de 11,3% del PBI en 1984 a 15,5% del PBI en 1984 y a 37% del PBI en 1988. Esto fue un fruto de confianza, consistencia y seriedad demostrada por la política económica y por el gobierno en general, que permitió un sendero de ajuste más moderado del que se hubiere requerido en un caso alternativo.

Cabe señalar, que la ponderación expuesta por destacados miembros del gobierno entrante el 1ro. de marzo de 1990, ha contribuido a que no hubiera oscilaciones en los depósitos y en la colocación de valores públicos, tan habituales como perniciosas en otras circunstancias similares.

17. A lo largo del período se ha mantenido un tipo de cambio real relativamente estable. El nivel más competitivo fue alcanzado a comienzos del año 1990. En todo momento se ha buscado afanosamente evitar retrasos cambiarios aún a costa de ciertos riesgos inflacionarios, por los gravísimos costos que sobre la credibilidad tienen los ajustes unilaterales y abruptos de la política cambiaria y los daños patrimoniales consecuentes, aspectos sobre los cuales el país tiene amplias y dolorosas experiencias.

SOBRE CRITERIOS DE POLITICA

18. Un rasgo que resulta peculiar para la economía uruguaya es la existencia de una suerte de dos "restos del mun-

(*) Mecanismo a través del cual se podrá cancelar deudas con el Banco Central, con deuda externa uruguaya.

(**) Cifras preliminares.

do". Uno de carácter regional compuesto por Argentina y Brasil, que tienen un tamaño excepcionalmente mayor que el de Uruguay, a los cuales estamos vinculados por fronteras sumamente permeables y con los que mantenemos buena parte del intercambio en bienes y servicios. El otro "resto del mundo" está constituido por los demás países.

No está claro, a nivel teórico, cuán relevante es esta desagregación, pero en la práctica, se observa que la región es fuente de enormes fluctuaciones y somete a nuestra economía a importantes oscilaciones en la competitividad que redundan en presiones sobre el nivel de precios, sobre la balanza de pagos y sobre el nivel de actividad.

Las oscilaciones en el tipo de cambio real regional se pueden asimilar en cierto sentido a modificaciones en los términos de intercambio que afectan nuestra competitividad de manera significativa.

19. En el caso de pérdida de competitividad ello se traduce en un deterioro en la cuenta corriente y en presiones deflacionarias que en un contexto cambiario poco flexible desembocan en un deterioro de la balanza de pagos. Esto se ha visto acentuado por los convenios bilaterales que hacen que muchos bienes no transables con el resto del mundo lo sean en la región, dando de este modo una particular vinculación en materia de precios.

Una primera opción es que las presiones deflacionarias regionales se transfieran en sentido inverso al tipo de cambio, con lo que se evita la pérdida de reservas, al costo de un desvío en la meta inflacionaria.

En este último aspecto no debe olvidarse que la inflación refleja en buena medida, el hecho de no respetar la restricción presupuestaria global de la economía y tiene en este sentido la naturaleza de un impuesto forzoso de carácter equilibrante. (Esto se mantiene hasta el punto donde se ingresa en el sendero de inflaciones elevadas donde ya el ajuste no se realiza con emisión inorgánica sino con una abrupta caída del gasto de naturaleza pública).

La aparición de sustitutos muy próximos al dinero ha reducido sustancialmente el rango dentro del cual se puede recurrir la emisión inflacionaria.

Debemos señalar que la expansión crediticia interna con destino no fiscal en exceso de la monetización de la economía provoca un impacto inflacionario y/o una pérdida de reservas equivalentes al desequilibrio fiscal.

Esto centra claramente como criterio de política para abatir el fenómeno inflacionario la reducción del desequilibrio fiscal y el correlativo desborde monetario.

Ello niega ni ha negado otros aspectos que agravan la naturaleza y extensión del fenómeno inflacionario, como ser, entre otros la indización de contratos laborales en base a la inflación pasada, conocido como "inercia inflacionaria". Con igual característica merecen destacarse los precios de las empresas públicas, el tipo de cambio nominal o fenómenos de oferta.

20. Un segundo criterio de política hace referencia al tratamiento de los shocks que recibe la economía. En este aspecto en nuestras exposiciones hemos distinguido entre shocks permanentes y transitorios. Como criterio general-

parece conveniente mantenerlos niveles de absorción si se trata de un fenómeno transitorio y ajustar si el shock es permanente. El problema es que la información disponible en el momento de la evaluación es incompleta y resulta difícil distinguir, salvo que sea muy obvia, la transitoriedad de un problema. El criterio que se adoptó fue considerar en general como transitorios los shocks favorables. Esta actitud "conservadora" ha minimizado los riesgos y, aún más importante, ha limitado los recursos necesarios para realizar las políticas fiscales y monetarias de carácter compensatorio.

21. Un tercer criterio se refiere al sector externo que es la restricción presupuestaria global de la economía. La estabilización consciente de esta área evita tener que sufrir su ajuste de un modo desordenado.

Allí existen distintos trastornos que se pueden resumir en tres: a) cambios de portafolio, b) shocks de precios externos (en bienes o servicios reales y financieros, c) shock de volumen (trastornos naturales, demanda regional, movimiento de capitales, etc.).

Con respecto al problema de portafolio se debe ofrecer dentro del país todo el menú de opciones posibles para evitar que un cambio en la composición de cartera implique un desfinanciamiento de la economía. En particular se deben evitar desajustes en los rendimientos financieros entre moneda nacional y extranjera que generen una huida del dinero y repercutan en el nivel de precios o en la balanza de pagos.

Los shocks de precios, que para una economía pequeña son shocks reales se pueden verificar en bienes o servicios. Uruguay es un proveedor neto de servicios turísticos de carácter masivo a sus vecinos. Ello implica la importancia crucial del valor real del tipo de cambio financiero de países de la región. Como su producción resulta similar, el shock que recibe Uruguay se ve potenciado por la característica de bien superior del turismo (elasticidad ingreso mayor a la unidad).

Los trastornos en volumen en general son atribuibles a la política doméstica aún cuando ellos puedan ser exógenos o endógenos a la misma o al marco institucional. Sin embargo, con vecinos de gran tamaño, puede haber cambios de volumen por aumento en la demanda regional que sin modificar el precio internacional pueden afectar el producto y la cuenta corriente de una manera significativa y aún la tasa de inflación sin que existan cambios en la política monetaria que lo justifique.

Con todas las dificultades derivadas de una situación altamente inestable en la región, el criterio general adoptado para controlar los ciclos ha sido propender al mantenimiento de un nivel real estable del tipo de cambio. Ello inevitablemente desestabiliza otras variables económicas y ha implicado en nuestra situación un impuesto inflacionario más alto que el requerido fiscalmente, para evitar que los mayores recursos externos provenientes de circunstancias favorables se vuelquen a la absorción. Siempre fuimos conscientes que es insostenible una política cambiaria inconsistente con la restricción de recursos disponibles. Esto

depende naturalmente de la brecha del tipo de intervención respecto al de equilibrio o, dicho de otra manera, de la magnitud de la operación de esterilización necesaria. En general, procuramos fijar un nivel real compatible con la restricción de recursos externos de largo plazo de la economía, que se deriva del crecimiento del saldo comercial y del servicio de deuda externa.

22. Otro punto importante son los movimientos de capital de corto plazo. Allí el criterio fue hacer operaciones offshore tanto para el sector público como privado. El objetivo ha sido evitar un "boom" artificial de corto plazo del mercado interno que afecte la rentabilidad de las exportaciones y de la producción de bienes comercializables que se traduce en serios trastornos cuando se revierte, como bien tuvimos la ocasión de apreciar a comienzos de la década.

23. Un criterio importante de política fue fomentar la confianza en el sistema monetario financiero y en el mercado de capitales de modo de permitir un retorno de recursos que facilitara de la manera menos gravosa posible tanto la financiación de los desequilibrios que permanecieran como el crecimiento de la actividad económica.

Creemos que es importante insistir, no hay dinero, crédito o desarrollo de la actividad económica sin un alto grado de credibilidad y de definiciones del marco institucional de los derechos de propiedad. Estos se violan con los cambios abruptos, unilaterales e inesperados de la política cambiaria. El costo de burlar la confianza es un enorme receso por reducción del capital disponible. Quizás esto explique el énfasis reiterado que hemos hecho en cuanto a evitar sorpresas y golpes de mano. No fue gratuito, pero ello permitió lo que quizás es una de las transiciones más ordenadas de América Latina.

En esta misma línea se inscriben el conjunto de normas dictadas para incrementar la rigurosidad de las regulaciones bancarias, buscando darle más transparencia y seguridad a las instituciones bancarias, sobre lo que después volveremos.

LOS DESARROLLOS DE 1989

24. El programa diseñado a fines de 1988 contemplaba una hipótesis inflacionaria de 50%, una aceleración de la velocidad de circulación del dinero de 4% y un crecimiento del producto bruto interno del 4%.

La proyección establecía un incremento nulo de las reservas internacionales netas del Banco Central del Uruguay y un endeudamiento neto con el exterior del sector público de US\$ 152 millones.

El desequilibrio proyectado para el sector público en su conjunto, implícito en el programa, alcanzaba a 3,6% del PIB, que se financiaba con recursos externos por 1,8% del producto y con financiamiento doméstico por 1,8%. Este último, a su vez, se desagregaba en 1,6% de base monetaria, y 0,2 de otras operaciones.

25. Este programa resultaba prudente en sus metas fis-

cales y monetarias (recordar la hipótesis de crecimiento de velocidad adoptado) a la luz de las circunstancias extremadamente delicadas que se vivían en la región, al tiempo que internamente se esperaba dentro del año un proceso electoral cuasi-permanente en distintas instancias (plebiscito, elección interna del oficialismo y elecciones generales).

Existieron, sin embargo, algunos eventos no previstos originalmente. Así, se registró en el último trimestre de 1988, una mayor expansión del crédito al sector privado, una menor ganancia de reservas del Banco Central del Uruguay que la prevista y un mayor nivel de la base monetaria restringida. (*) Ello obligó al Banco Central del Uruguay durante el primer trimestre de 1989, a realizar operaciones de esterilización vía Letras de Regulación Monetaria y operaciones de "call money". El esfuerzo del Banco de la República Oriental del Uruguay por reducir el crédito fue dando resultados como ya mencionábamos, pero naturalmente, el déficit interno del Banco Central del Uruguay tendió a aumentar.

26. Un factor no incluido en la proyección que resultó muy importante durante el año, fue la gran magnitud de la sequía verificada. Ello afectó el déficit a través de dos factores básicos, tales como el mayor costo de la generación eléctrica y menores recaudaciones impositivas sobre el agro, así como también incidió en la tasa inflacionaria con un shock por una sola vez sobre la oferta.

27. En estos tres primeros meses, el déficit de la Tesorería General de la Nación se excedió en prácticamente dos puntos del producto sobre los valores previstos. El desvío respecto al programa en el sector público total sólo fue de 0,7% del PIB.

En este proceso, el shock regional, que sería muy significativo en el segundo trimestre, se expresó inicialmente en una muy buena temporada turística. Hacia fines del primer trimestre, sin embargo, se observó un desequilibrio de precios acentuado con Argentina, que otorgó un alto poder adquisitivo al consumidor uruguayo.

La interacción de este fenómeno y los efectos de la sequía obligaron a una aceleración de la tasa de devaluación que debía actuar preventivamente, descontando un deterioro de características inusuales en Argentina.

Coexistían en esto, la necesidad de un ajuste interno mayor tanto por la caída de la demanda regional (neta) como por los efectos de la sequía. El ajuste cambiario, visto en perspectiva, pudo no estar siempre acompañado con la tasa de interés interna. Por su parte la velocidad de circulación del dinero (M2) se aceleró más del 5% para el trimestre.

Esta combinación de exceso de crédito, y aceleración de la velocidad, en un marco de indización apreciablemente generalizada, gestó un mayor ritmo inflacionario que el previsto. Así, frente a una proyección de 13,5% de incremento de precios, este alcanzó a 18,4% para el trimestre.

28. En el segundo trimestre actuaron significativamente dos factores en los desequilibrios registrados. En primer

(*) No incluye depósitos libres en el Banco de la República, en el Banco Central del Uruguay y Caja del Banco de la República.

término, la agudización de la crisis regional, que alcanzó ríbetes no previsibles tiempo atrás. Por ejemplo, el tipo real de cambio en la Argentina prácticamente se triplicó respecto a Uruguay. Ello ocasionó graves trastornos sobre el mercado doméstico uruguayo, por la desviación del gasto hacia el vecino país.

En segundo lugar, la continuación del proceso de aceleración de la velocidad del dinero alcanzó niveles mayores ya que en el trimestre, la velocidad aumentó 7,6%.

El exceso fiscal sobre lo proyectado alcanzó al 1,7% del PIB que dado el tamaño de la base monetaria restringida, de alrededor de 4% del PIB, tuvo un efecto de consideración. En este sentido, cabe destacar que la proyección original del programa preveía una variación prácticamente nula de la base monetaria en el segundo trimestre y en la realidad se registró un aumento de N\$ 22.000 millones. Se colocaron Letras de Regulación Monetaria de N\$ 8.000 millones en el segundo trimestre lo que representó un exceso sobre lo previsto de N\$ 25.000 millones en el semestre.

En este segundo trimestre se comenzó a percibir un ajuste de la política crediticia del Banco de la República Oriental del Uruguay. Así, la tasa en doce meses de incremento de crédito en moneda nacional al sector privado que había sido 96% en marzo, se redujo a 92% en junio, buscando cumplir con los niveles de esterilización programados.

29. En el tercer trimestre se comenzaron a corregir los desequilibrios de la política financiera. Así, la aceleración de velocidad se redujo sustancialmente, a un valor de 1,8% trimestral que, aún importante, revela una tendencia favorable. Sin duda que revertir este proceso ha venido requiriendo una acción enérgica.

El Banco de la República Oriental del Uruguay continuó contribuyendo con su política crediticia, desacelerando la expansión anual a 89% y colocando, en este caso, recursos en el Banco Central del Uruguay en magnitudes que excedían los niveles implícitos en el programa. Por ejemplo, el monto de fondos esterilizados alcanzó N\$ 108.000 millones cuando estaban previstos N\$ 73.000 millones.

A lo largo de este período se produjo una importante corrección del tipo de cambio. Coadyuvaron a ello una devaluación por encima de la inflación y el cambio de precios relativos con Argentina.

La situación fiscal se deterioró tanto por factores endógenos como exógenos. Así, el desvío del déficit fiscal en el trimestre respecto al programa alcanzó un nivel de 5% del producto.

En un contexto más general debe señalarse, como ya se mencionó que la composición del crecimiento tendió, durante 1989, (más exportaciones, menos consumo doméstico), a generar menor base impositiva. A su vez, la aceleración de la inflación tuvo un impacto incierto sobre la situación fiscal ya que, al tiempo que deterioró, como se mencionó los recursos, también redujo el gasto real ocasionado por el sistema de seguridad social.

30. Para el cuarto trimestre, las proyecciones más recientes implican un desequilibrio fiscal de 6,9% del PIB respecto a una proyección original de 3,7% de aquél. La di-

ferencia con los trimestres previos es que, se aprecia una atenuación del desvío con respecto al ocurrido en el trimestre anterior.

31. El análisis desarrollado hasta el momento considerado cronológicamente la evolución de la política económica.

Parece oportuno hacer una reflexión de carácter complejo del año en su conjunto. Antes, es importante recordar el contexto en que se desarrolló el año, bien diferente de lo proyectado. En especial la situación regional y acontecimientos internos, (sequía), que influirían fuertemente en la situación fiscal.

En primer lugar nos referiremos al déficit del sector público y su financiamiento de modo de permitir resumir la magnitud de los desequilibrios verificados.

El programa previó un déficit de aproximadamente 300 millones de dólares para afrontar el cual se disponía de recursos por US\$ 302 millones que se componía de aproximadamente 150 millones de dólares de financiamiento externo y 150 de financiamiento interno.

La previsión actual arroja un déficit de alrededor de 540 millones de dólares que, obtendrá financiamiento externo por 150 millones de dólares y aplicará recursos internos por casi 390 millones de dólares.

La mayor inflación ha generado sólo alrededor de US\$ 40 millones de recursos adicionales (expansión monetaria), ya que el incremento de la velocidad de circulación compensó gran parte de la imposición inflacionaria.

Los mayores recursos para financiar el nuevo desequilibrio provinieron de los depósitos en moneda extranjera de la banca privada (75 millones de dólares), de un mayor stock de Letras de Regulación Monetaria (60 millones de dólares) y de una esterilización superior del Banco de la República Oriental del Uruguay que una vez más actuó en forma coordinada con el Banco Central del Uruguay en esta área y de una mayor colocación de Letras de Tesorería al sector residente.

Del análisis de esta sección se trasunta la necesidad de abatir significativamente el déficit fiscal al tiempo de mantener los recursos de financiamiento disponible, lo que se traduce en evitar un aumento de la velocidad de circulación del dinero. No se nos escapa la dificultad de esta tarea, tampoco la urgencia de realizarla.

ALGUNOS PUNTOS PENDIENTES

En el esfuerzo realizado pensamos que se han efectuado avances importantes, algunos de los cuales nos referiremos en la sección siguiente. Sin embargo, creemos de interés señalar algunos puntos pendientes.

32. Ellos son el bajo grado de inversión, el proceso de desmonetización y la alta y persistente inflación.

Como es bien conocido, la inversión resulta un factor fundamental en el proceso de crecimiento económico. Su evolución histórica revela un problema estructural que ha afectado al país por décadas. Razones internas y externas explican esta situación que requerirá una atención preferente hacia el futuro.

33. Al proceso de desmonetización ya nos hemos referido pero queremos insistir en la necesidad de mantener una relación estable de arbitraje entre las operaciones en moneda doméstica y extranjera y el costo que adolece ignorarla aún cuando sea marginalmente.

Básicamente el esfuerzo fiscal requerido ya no es cubrir la brecha financiera sino también el proceso de desmonetización que se verifique. Esto en algún modo implica rescatar deuda.

34. Con respecto al tercer factor la elevada tasa de inflación constituye un problema que no tenemos necesidad de enfatizar. Revela las dificultades de una nación para financiar sus gastos colectivos y públicos de un modo explícito y consensuado en lugar de hacerlo a través de la inflación. No debe ahorrarse esfuerzo para poner este proceso bajo control. Al costo de la estabilización debe oponerse el costo del desorden que llevan los procesos inflacionarios agudos, por lo que el esfuerzo estabilizador debe priorizarse sobre cualquier otra consideración.

ASPECTOS A DESTACAR Y ALGUNAS CONSIDERACIONES PARA EL FUTURO

35. La experiencia que surge de esta exposición revela algunos aspectos de destaque así como ciertos criterios, a nuestro juicio importantes para el diseño de la política macroeconómica en el Uruguay.

36. La aplicación de la estrategia de política económica reseñada anteriormente, ha permitido, en definitiva, en un marco regional sumamente inestable, alcanzar algunos logros de importancia que pensamos permitirán encarar los problemas futuros en condiciones iniciales sustancialmente diferentes a las que se enfrentaron al inicio del actual período democrático. Entre ellos podrían destacarse:

1) La acumulación de un importante stock de reservas internacionales que, como ya se ha señalado, alcanzó a más de 400 millones de dólares en los últimos cinco años y que constituye un importante elemento ante una situación regional excepcionalmente difícil.

2) El mantenimiento de un tipo de cambio real apreciablemente estable y a un nivel compatible con el crecimiento a través del sector exportador, lo que seguramente ha sido un elemento de peso en el auspicioso crecimiento de las exportaciones.

3) El manejo de la deuda externa fue un tema que aca-paró una especial atención del gobierno, como resultado de los efectos que la misma tiene en la situación externa y fiscal.

Se han concluido dos negociaciones (1986 y 1988) que han buscado reprogramaciones, reducciones de tasas y ampliación de los períodos de gracia. Uruguay, en cada negociación ha estado en la primera fila en cuanto a ventajas otorgadas y le ha permitido fortalecer la confianza en él.

Más recientemente, en ocasión de lanzarse el Plan Brady, hemos comenzado la tercera negociación. El Ministro Zerbino ha encabezado la misma, a quien tuvimos la satisfacción de secundarlo. Los resultados, luego de largas dis-

usiones, son que Uruguay está entre los países para ingresar al Plan Brady como se ha señalado en diversas oportunidades por altos funcionarios de la administración estadounidense y en la última reunión que mantuviéramos con el Comité de Bancos del 14 de diciembre de 1989, estos acordaron que las distintas opciones planteadas por Uruguay para reducir la deuda o el peso o su servicio eran apropiadas.

Ello unido al estricto cumplimiento de las obligaciones que ha tenido Uruguay, permitirá a la nueva Administración poder concluir una negociación, que minimice los efectos internos de la situación de endeudamiento.

4) El sistema financiero había ingresado en una fase crítica sobre comienzos de la década de los 80, por circunstancias que son bien conocidas. La solución por la que se optó fue la compra de carteras. Quedaban, sin embargo, tres bancos (dos de los cuales era nacionales), que en su conjunto no habían vendido cartera y que sus depósitos eran más del 31% del sistema privado. Eran los tres bancos privados más grandes del sistema. Su situación se fue haciendo crítica en los años 85 y 87. El Banco Central del Uruguay había seguido atentamente la evolución y se fueron solucionando las tres crisis. En su momento recibió la ayuda del Banco de la República Oriental del Uruguay, que fue inestimable.

La caída casi conjunta de los tres bancos más grandes del país, fue a nuestro juicio el hecho económico puntual más importante que vivimos en estos años. Las soluciones no podían tener errores, para que no pudieran desencadenar una crisis masiva de confianza, y a la vez debían tener una extrema prolijidad jurídica, y ser adoptadas en la oportunidad precisa.

Se sorteó esta crisis, sin mengua alguna de la confianza pública en el sistema financiero en su más amplia expresión. Un mal manejo de esta crisis hubiera traído consecuencias imprevisibles a la economía y sin duda trascendería su ámbito.

Cuando recordamos este tipo de episodios, nos viene a la mente una frase muy oportuna del Presidente Sanguinetti, cuando dice: "lo que se evita no se valora".

Asimismo, no podemos dejar de recordar el apoyo que importantes líderes políticos prestaron a la solución de este problema, sin el cual no se hubiera podido llevar a cabo.

Tan pronto como fue posible, se negoció un préstamo con el Banco Mundial, para la rehabilitación de los mismos, que ya está en ejecución.

5) El particular esfuerzo puesto en evitar que se produjeran grandes desequilibrios macroeconómicos que dieran lugar a cambios drásticos en las reglas de juego.

6) La confianza lograda entre los inversores, tanto locales como del exterior, respecto del sistema financiero y, en general, del mercado de capitales uruguayo, reflejada tanto en el importante incremento de depósitos de no residentes y en la fluidez en la colocación de Bonos y Letras en un contexto regional difícil, como en el hecho de que Uruguay haya sido el primer país latinoamericano que ha podido colocar Bonos del Tesoro en el mercado de Tokio des-

de que se inició la crisis de la deuda, lo que abre todo un camino para ser ensanchado en beneficio del país.

7) Relacionado con lo anterior y complementando el marco jurídico, el Banco Central del Uruguay dictó un conjunto de resoluciones, para la regulación del sistema financiero, mucho más moderna y acuciosa que la vigente, que será de aplicación también para el Banco de la República Oriental del Uruguay.

Asimismo, se ha reglamentado el funcionamiento de la banca Off-Shore.

El conjunto de normas dictadas, buscan dar más transparencia y solidez al sistema y las mismas ponen al sistema financiero local con un marco normativo de controlar que contiene los criterios aceptados en los mercados financieros más desarrollados del mundo.

8) No menos importante ha sido el estricto criterio de selección aplicado para la incorporación de nuevas entidades al sistema financiero. En nuestra visión, el verdadero contralor del sistema financiero comienza en la política de autorizaciones, la que debe ser severa. Continúa luego por el conocimiento de quiénes son los dueños de los bancos, la administración, las normas regulatorias, las inspecciones y los análisis estadísticos. Ello es fundamental para mantener la solidez del mismo.

9) El manejo realizado en la solución del endeudamiento interno y su repercusión en el sistema financiero permitió evitar la interrupción del funcionamiento del sistema de pagos, a la vez que ha ido normalizando el mercado de crédito.

10) Merece señalarse también la gran coordinación lograda entre el accionar del Banco Central del Uruguay y del Banco de la República Oriental del Uruguay, hecho que contrasta con lo ocurrido en el pasado. Sin duda que este elemento ha permitido un manejo mucho más desahogado de la política económica en general y de la política monetario-cambiaria en particular.

11) Finalmente, importa destacar que a pesar de las difíciles condiciones iniciales pudo mantenerse una total libertad en el movimiento de capitales al tiempo que se ha ido continuando en forma gradual, con la profundización de la apertura de la economía.

37. En cuanto a las consideraciones para el futuro, creemos útil efectuar las siguientes apreciaciones:

En primer término, sería bien importante hacer lo po-

sible para alejar al país de la volatilidad, incertidumbre e imprevisibilidad de la región. El procedimiento para hacerlo es abrir marcadamente la economía, de forma tal que una fracción cada vez mayor se convierta en bienes y servicios comercializables y, por lo tanto, ajenos a la determinación de su demanda por la actividad económica regional. A modo de ilustración, si la economía sufre un exceso de demanda regional, la reacción natural será importar más y, cuando esta demanda cese, importar menos. Si la economía permanece más cerrada, el aumento bruto de demanda regional implicará un "boom" de actividad, empleo, salarios y créditos y luego, cuando concluye, receso, desempleo, caída del nivel de vida y quiebras.

38. En segundo lugar, un aspecto primordial es la necesidad de abatir, de manera estructural, el déficit fiscal para poder estabilizar, al tiempo que se ataca la inercia inflacionaria. Ya lo hemos señalado este es en nuestra visión un elemento básico para el manejo antiinflacionario.

39. En tercer término, la conclusión de la negociación de la deuda que, como señaláramos antes los bancos ya han aceptado en términos de instrumentos a utilizar y que Uruguay está entre los países en condiciones de entrar en el Plan Brady, que significaría tener un alivio en la deuda y en su servicio.

40. En cuarto lugar, es preciso recuperar flexibilidad en el uso de factores y en la determinación de sus precios. En caso contrario el ajuste se concentra sobre cantidades con grandes perjuicios al funcionamiento económico y al bienestar general. Esto es particularmente importante para el esfuerzo de estabilización. Este es un aspecto con el cual hemos tenido que convivir, de nocivos efectos y cuya trascendencia creemos no ha sido adecuadamente resaltada.

41. En quinto lugar, sería de utilidad continuar el proceso de rehabilitación de los bancos que estaban en poder del Banco de la República Oriental del Uruguay en tránsito a la Corporación Nacional para el Desarrollo hasta su destino final.

El aspecto fiscal de este problema ya ha sido considerado. Asimismo, debemos señalar que la indefinición de los derechos de propiedad con respecto a aquellos casos aún no resueltos de endeudamiento interno debe encararse evitando repetir acciones de carácter general que afecten el mecanismo institucional previsto en los códigos básicos de organización de los derechos comerciales y civiles.