

Después de la refinanciación

El Banco Central ha reducido en cinco puntos porcentuales las tasas a que ofrecía letras de tesorería en los mercados abierto e interbanca-

Director Responsable:

Ramón Díaz.

Editor:

Daniilo Arbilla.

Columnistas y

Redactores permanentes:

Manfredo Cikato, Pablo Fossati, Ramiro Rodríguez Villamil, Jorge Caumont, Ricardo Peirano, Rodolfo Pandolfi, Daniel Gianelli, Miguel Arregui, Juan Carlos Casas, Jorge Luis García Venturini, José Pedro Ortiz, Juan Mario Hermida, Jesús Iglesias Rouco.

Indicadores económicos:

Jorge Caumont, Gustavo Cola Cancela, Michele Santo.

Medicina:

Jean Richard.

Espectáculos y vida cultural:

Rodolfo M. Fattorusso, Barret Puig, Jorge Traverso, Sergio Lacuesta, Alfredo Silvera Lima, Alfredo de la Peña.

Humor:

Aldo Cammarota, Aranda, Kid Graeca.

Caricaturas:

Arotza.

Diagramación:

Nelson García Serra.

Directorio:

Dr. Ramón Díaz, Dr. Manfredo Cikato, Dr. Pablo Fossati, Dr. Ramiro Rodríguez Villamil y Daniilo Arbilla.

Administración:

Esc. Alfredo Bianchi Varela

BUSQUEDA es una revista semanal miembro de la Sociedad Interamericana de Prensa. Está inscrita en la Dirección de Industrias con la matrícula N° 2079. Con domicilio en Treinta y Tres 1471, Piso 2, Esc. 7. Tels. 90 20 10-91 01 43. Montevideo, Uruguay.

Las opiniones vertidas en los artículos son de exclusiva responsabilidad de los autores. Precio de venta en Uruguay: N\$ 25.

Impresa en Talleres Gráficos de Impresora Polo Ltda. D.L. 40.172.

Distribución: Papacito.

rio, a la vez que ha extendido el plazo de esos valores. Viendo inmediatamente después la noticia de que el comité representativo de los bancos comerciales internacionales ha aceptado refinanciar la deuda del sector público uruguayo, la medida intenta proclamar la conclusión de que los días de la penuria extrema de la autoridad monetaria uruguaya han quedado atrás; que ya no se ve obligada a tomar prestado a las tasas desmesuradas (100% en el mercado interbancario) que la dura necesidad le había llevado a ofrecer a principios de año; que el respaldo crediticio de los bancos comerciales y el descontado para dentro de pocos días del FMI le han devuelto al peso uruguayo una parte al menos del **status** que había alcanzado estos últimos años.

Según nuestra interpretación, la actitud del BCU no se limita a intentar una reducción de las tasas nominales de interés a través del retraimiento del principal demandante de fondos de la plaza, sino que pretende ser la respuesta a un presunto desplazamiento de la oferta, que se hallaría ahora —vistas las nuevas circunstancias del entorno financiero internacional, visto el notable amortiguamiento experimentado por la inflación— mucho mejor dispuesta a tener en cartera activos expresados en pesos. Es razonable además suponer que no estamos sino ante los primeros pasos de una nueva fase de política monetaria, que se continuaría

con otras medidas de igual orientación, a prolongarse hacia el campo vital de los requisitos mínimos de encaje si los escarceos iniciales tienen éxito.

¿Qué meta cuantitativa podría proponerse esa política? Si las tasas pasivas descendieran de 85 a 50%, con el nivel a que parece encaminada la tasa de crecimiento de los precios, del orden de 20% anual (1,5% mensual) estaríamos en una tasa pasiva real del 25% que, pese a su exorbitancia, permitiría abrigar esperanzas de un comienzo de reactivación. No se nos ocurre que las autoridades pudiesen contentarse con un descenso menor.

Lo que deseamos destacar en este artículo es la dependencia del éxito de esa política respecto de factores psicológicos. En la actualidad la tasa de 85% para depósitos en pesos, frente a alrededor de 10% en dólares está apuntando hacia una cotización esperada por el público de alrededor de N\$ 50 por dólar a fin de año ($\left(\frac{1.85}{1.1}\right)^{9/12} \times 34 = 50$). Si la expectativa cambiaría no se modificara, toda reducción de la tasa nominal de interés que la política monetaria pudiese conseguir tendería a reflejarse en un alza instantánea de la cotización del dólar (v. gr. si persistiera una cotización de N\$ 50 para de aquí a 9 meses, y la tasa de interés pasiva pudiera comprimirse hasta 50%, el dólar debería saltar a N\$ 40). La fluctuación podría fácilmente sobrepasar en un primer momento el

nuevo nivel de equilibrio, y con ello retroalimentar nuevas expectativas de mayor inestabilidad.

De estas consideraciones se desprenden dos órdenes de conclusiones. El primero nos dice que la cautela que traducen las primeras medidas de la política es acertada, y que un avance menos prudente podría desembocar en resultados catastróficos. El segundo concierne la conveniencia de que este primer ensayo de tantear las expectativas, a la vez que de controlarlas, sea apoyado desde otros ángulos de la política económica. Diciendo que en todos los demás el rubro "manejo de las expectativas" registra alarmantes carencias nuestra prédica no hace más que llover sobre mojado, pero las circunstancias hacen que nuestra insistencia sea preceptiva. Los aspectos de dichas carencias que tenemos particularmente presentes, sin que el orden indique graduación de importancia, son los que siguen.

1. Información financiera. Hasta fines de noviembre, disponíamos de un balance monetario del BCU por semana. Esto ha sido sustituido por la publicación de un boletín mensual que proporciona, con menor prontitud, una información enormemente menos completa. El gobierno ha dirigido al FMI un "memorandum de entendimiento" anexo a la carta de intención, donde se hacen constar las metas cuantitativas convenidas con dicha institución. El documento se man-

tiene secreto. Lo uno y lo otro, ¿qué mensaje están propalando? Según nosotros lo leemos, dicen que las autoridades no se tienen confianza a sí mismas para observar la debida disciplina y cumplir las metas. ¿Cómo pueden entonces soñar siquiera con suscitar la confianza ajena, a pocos meses de la repudiación de la tablita?

2. Explicación de la política. Nadie explica la política. Nadie intenta siquiera transmitir la impresión de que existe una política coherente. En parte ello se debe a la personalidad del Ministro de Economía, un hombre entre cuyas virtudes la modestia ocupa un lugar señalado, lo que le lleva a buscar el perfil más bajo posible, a rehusar declaraciones sobre salarios, refiriendo a los interrogadores al Ministro de Trabajo, o sobre política monetaria, haciendo remisión al Presidente del Banco Central. No es lo que la opinión pública en este momento crucial reclama. La opinión pública necesita saber que hay alguien —un hombre, no un colegiado— que empuña los controles de la política económica en su totalidad, y que es capaz de conducirla con mano firme por una ruta predeterminada.

3. Explicación de nuestra situación. El gobierno le debe todavía a la opinión pública una explicación del desastre sufrido por la tablita. Por ejemplo, no ha salido ni media palabra de labios oficiales para explicar el déficit increíble del sector público —12% del PBI en 1982 según la carta de intención, cuando

1980 había arrojado superávit— y sobre la causa principal, el pavoroso desbalance del sistema de seguridad social, el silencio es absoluto. ¿Quién fue responsable del desastre? Todo indica que esa pregunta insoslayable ha sido reprimida en esferas oficiales. Pues bien, no es razonable esperar que el público tenga confianza en un aparato gubernamental que no es capaz de discernir el origen de sus fracasos y hacer efectivas las responsabilidades correspondientes.

4. El futuro político. El discurso del General Alvarez en Aceguá no puede menos que haber agregado un factor más de incertidumbre. ¿Qué significa el propósito del Presidente en el sentido de dejar atrás una etapa meramente "administrativa" de gobierno, y orientar su actividad hacia el campo social? ¿De dónde saldrán los recursos para ello? Como señalábamos una semana atrás, el reciente anuncio de una política de salud que omitió toda consideración de los costos que ella ha de devengar constituye un presagio inquietante.

En resumen, si bien el país parece hallarse bien encaminado hacia la superación de la fase aguda de sus dificultades de pagos externos, y con ello hacia condiciones objetivas susceptibles de mejorar apreciablemente el estado de las expectativas, y atacar con ello el obstáculo número uno que se interpone en el camino de la reactivación —tasas reales de interés apabullantes— las carencias gubernamentales en ese terreno son de magnitud tal, que todo pronóstico optimista debe por fuerza postergarse.