

Balace de medio año

El crecimiento de la economía uruguaya al cabo del primer semestre de 1983 muestra algunas señales auspiciosas, si bien muy parciales. Entre ellas se destaca nitidamente la evolución de las exportaciones. Estas cayeron rápidamente durante la segunda mitad de 1981 y los primeros meses de 1982; como muestra la gráfica, parecen

Director Responsable:
Ramón Díaz

Editor:
Danilo Arbilla

Columnistas y Redactores permanentes:

Manfredo Cikato, Pablo Fossati, Ramiro Rodríguez Villamil, Jorge Caumont, Ricardo Perrano, 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 Canela, Michele Santo, Ernesto Talvi. **Medicina:** Jean Richard. **Espectáculos y vida cultural:** Rodolfo M. Fattoruso, Barret Puig, Jorge Traverso, Sergio Lacuesta, Alfredo Silvera Lima, Alfredo de la Peña. **Humor:** Aldo Cammarota, Aranda, Kid Gragea. **Cartas:** Arota. **Diagramación:** Nelson García Serra.

Directorio:
Dr. Ramón Díaz, Dr. Manfredo Cikato, Dr. Pablo Fossati, Dr. Ramiro Rodríguez Villamil y Danilo 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. Tel. 95.54.84. Montevideo, Uruguay.

Las opiniones vertidas en los artículos son de exclusiva responsabilidad de los autores.

Precio de Venta en Uruguay: NS 25.

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

Distribución: Papacito.

haber tocado fondo en agosto de 1982, y desde entonces exhiben un crecimiento vigoroso. En dólares corrientes la tasa anual que registran en cinco bimestres a partir del lapso julio-agosto '82 es del 33% (2,4% al mes). Si extrapolamos esa tasa hasta fin de año llegamos a una exportación anual de US\$ 1.220 millones, 25% por encima de la de 1982. Dado que el efecto "precio" del incremento de este flujo debe ser pequeño, es posible estimar que, de mantenerse la tendencia, la economía podría crecer por este concepto unos tres puntos porcentuales (compensando así parte de la caída en otros rubros).

Por su parte las importaciones han caído sin parar a través de 1981 y '82, y su descenso no se había detenido aún en abril de 1983 (fecha de las últimas cifras disponibles). En la gráfica estamos presumiendo que rebotarán vigorosamente a partir de mediados del año por el efecto combinado de: (1) el agotamiento de los inventarios, (2) la baja de las tasas de interés, y (3) el efecto expansivo del incremento de exportaciones. Aún en el supuesto que hemos hecho, de un crecimiento del orden de 7,5% mensual en julio-diciembre, la balanza comercial mostraría un excedente de exportaciones de unos 350 millones de dólares.

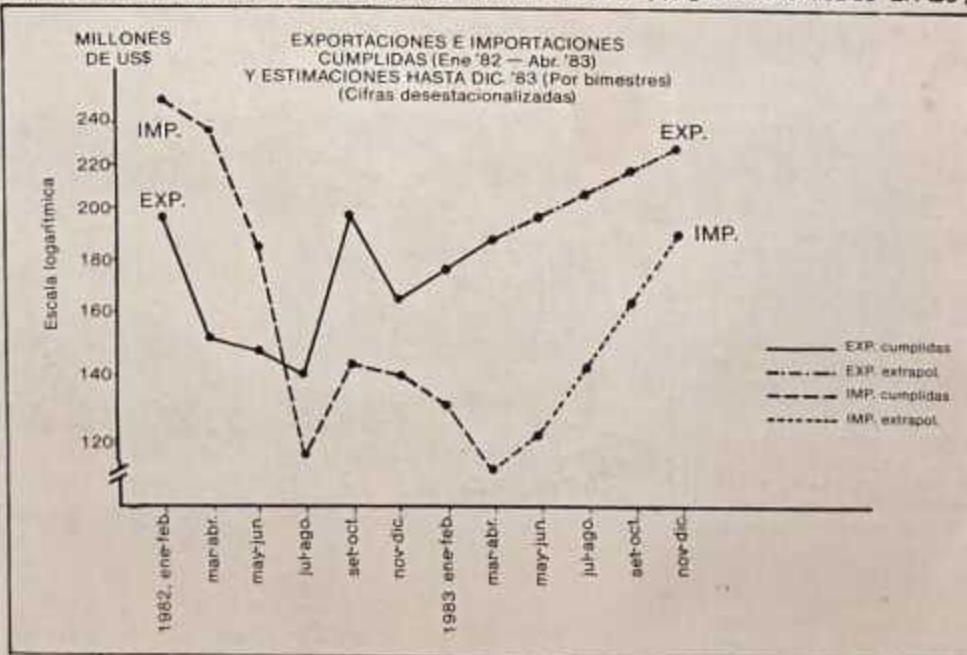
Elo a la vez apunta hacia una balanza de pagos con un saldo positivo en cuenta corriente, por primera vez desde 1972 y '73. En efecto, aún después de descontar los cargos por intereses de la deuda externa, y computar **grasso modo** los diversos otros rubros de invisibles, resta a todas luces un saldo acreedor que no debe faltarle mucho para los US\$ 100 millones. Al mismo tiempo, computando los préstamos concertados por el Banco Central y las empresas públicas, el saldo de movimientos de capital del sector público debe ser también acreedor por varios

centenares de millones de dólares, luego de atender a los vencimientos de la deuda externa refinanciada y excluida de la refinanciación. Si el BCU ha de perder 100 millones de dólares de reservas al cabo del año, como se prevé en la Carta de Intención, para que las cuentas cierren hay que suponer una acumulación neta de

que rodea la política monetaria y el futuro del sistema financiero.

La primera parte, el círculo vicioso de "mercados deprimidos" — expectativas pesimistas — baja inversión — bajo empleo — mercados deprimidos — "tenderá a cortarse por dos efectos principales: (a) el efecto de los ma-

ca expectativas de depreciación del peso del orden del 50% en los próximos 12 meses, mientras que en los seis últimos la depreciación de la moneda uruguaya ha sido de 0%. Encontramos esta situación sobremanera insatisfactoria. El sábado pasado leíamos con el interés de siempre la página Económica de "El País",



fondos en el exterior en poder de residentes, también de varios cientos de millones de dólares. Un pozo suculento para la autoridad económica, en suma, si logra que los agentes privados resuelvan canjear una proporción apreciable de aquellos fondos por activos físicos y activos financieros en pesos.

En una palabra, dinero para la reactivación no es lo que falta. Lo que falta, entonces, es disposición para comprometer los fondos en negocios dentro del país. En parte ello es interpretable en términos del efecto circular de la recesión sobre las expectativas, en parte se conecta con la incertidumbre

yores ingresos derivados de la exportación sobre el gasto de consumo y (b) la baja de las tasas reales de interés, a través de sus efectos sobre la inversión y sobre el consumo. Pero, naturalmente, ello implica que las tasas reales estén descendiendo efectivamente, y es difícil asegurar que ello esté aconteciendo significativamente, aún respecto de las tasas pasivas, visto que la caída de la tasa de inflación parece de un orden semejante a la de aquellas.

Elo nos conduce de la mano al segundo aspecto, el consabido de la confianza. El nivel de las tasas pasivas en pesos y en dólares en la actualidad impli-

y en un editorial ("Con el corse apretado") que encontramos en su mayoría compartible, nos encontramos con la opinión de que la estabilidad del peso uruguayo en el mercado libre de cambio representa una situación ideal. Nosotros estamos lejos de participar de esa manera de pensar. La flotación de nuestra moneda ha probado en siete meses que es capaz de gran volatilidad y de gran estabilidad, pero no de mover al peso de una manera previsible a lo largo de un sendero compatible con las otras variables pertinentes. Por lo tanto esta estabilidad **ex post** — máxime sin mercado a término — es apenas una estabili-

dad a medias, y ello cuando mucho.

La estabilidad no puede venir por la flotación de la moneda, ni por ningún otro arreglo institucional. Tiene que venir por la previsibilidad de la política del gobierno y de los resultados de su gestión fiscal y monetaria. Respecto de estos puntos, fuera de los losables esfuerzos del BCU, se han hecho apenas algunas cosas muy fáciles, y otras muy cosméticas. Todo indica que el cáncer de la seguridad social no ha sido desactivado, y que la reducción del salario real de los funcionarios desempeña un papel demasiado importante en la reducción alcanzada en el déficit fiscal, como para dar tranquilidad. Y sobre las presiones de los grupos que quieren liquidación de deudas, falta todavía una definición terminante.

Es innegable que hoy una tasa de interés pasiva del orden del 65% logra en materia de estabilidad cambiaria lo que en enero requería 85% pero probablemente los mismos 20 puntos que han bajado de la tasa de interés se han rebajado también de la tasa de inflación esperada. De lo contrario, la economía ya debería estar dando muestras de una revitalización más generalizada.

Todo indica que antes de mucho la autoridad monetaria buscará una baja adicional de las tasas de interés (particularmente las activas) inyectando mayor liquidez al mercado, y moviendo para ello la palanca de los redescuentos, con lo que hará descender al mismo tiempo el costo marginal de los fondos, pero en qué medida podrá lograrlo sin desestabilizar el mercado de cambios es difícil de prever. Sin duda el BCU se moverá con la cautela — y la habilidad — que le ha caracterizado desde que el peso flota. Pero la verdadera estabilidad, la estabilidad **ex ante**, requerirá definiciones claras y precisas de las cuestiones fundamentales que están aún obstaculizando el progreso en la credibilidad de la política y consiguientemente la reactivación de la economía.