



Academia Nacional de Economía

1° Mesa Redonda

“ALTERNATIVAS DE POLÍTICA COMERCIAL Y SU IMPACTO EN EL CRECIMIENTO Y EL EMPLEO”

“PANORAMA FINANCIERO INTERNACIONAL, REGIONAL Y NACIONAL”

Ec. María Dolores Benavente

Buenas noches, gracias por acompañarnos. El momento de realizar esta mesa redonda es muy adecuado porque los análisis dicen que más tarde o más temprano iba a sobrevenir una crisis de este estilo. Posiblemente lo que haya ocurrido es una catalización de lo que ya se esperaba, pero lo cierto es que es un momento más que oportuno y que contamos con dos especialistas de lujo que nos honra que estén acá.

Julio de Brun, ex presidente del Banco Central, docente, consultor, Jorge Caumont, docente y consultor privado. Pensamos que los dos tienen mucho para aportar así que sin más arrancamos por orden alfabético, por el Ec. Jorge Caumont.

Ec. Jorge Caumont

Agradezco a la Academia y en particular a María Dolores que me hayan invitado a estar hoy con Julio y compartir estos momentos con ustedes.

Es muy grato estar acá en la Academia, no es la Academia de Platón, la Academus, la cual fue proscripta por Justiniano Primero: era un emperador bizantino por razones de paganismo, es decir por los paganos que actuaban en la Academia. Espero que a nosotros que somos bastante liberales y demás nos vayan a cerrar la Academia como cerraron la griega.

Yo voy a hablar de básicamente dos temas: en primer lugar la génesis de todo este problema que se ha suscitado en los últimos tiempos y en segundo lugar voy a entrar, si bien todavía no hay nada resuelto en las consecuencias que yo creo que va a tener todo esto sobre la economía uruguaya no solamente como dice el título en lo que tiene que ver con la parte financiera sino también con la parte real de la economía, es decir todo lo que tiene que ver con el consumo, la inversión, la inflación, el tipo de cambio, la producción.

1. Génesis del problema

Ustedes recordarán, y entrando ya en la primera parte, que Estados Unidos en la segunda mitad de la década de los 90, estaba atravesando por un momento de alto crecimiento económico, de hecho agregaba anualmente a su producción de bienes y servicios, a su ingreso nacional, alrededor de lo que era todo el PBI de la Unión Soviética, algo así como 300 mil millones de dólares por año.

Entonces Alan Greenspan que ha sido muy claro en su libro "La era de la turbulencia" ha dicho en el comienzo del capítulo 9, que él se levantaba todas las mañanas, se miraba al espejo y decía "esto no puede seguir así, en algún momento algo tiene que pasar".

Porque se combinaba no solamente el alto crecimiento económico sino un superávit fiscal más alto que el de 1948. Entonces para él era imposible que esto pudiese continuar.

Jim Clark en ese momento en pleno período de crisis de México, descubrió el navegador de internet, entonces comenzó en el 95 la era de la internet, el gold rush, la corrida de oro de la internet.

Y obviamente el Nasda y que es el principal mercado en el cual se transa, o se transaban las tecnológicas comenzó un rápido crecimiento que culmina cuando la gente se da cuenta que apostar sobre papeles y proyecciones no estaba generando lo que pensaban en un primer momento y por lo tanto se le saca el apoyo financiero y las tecnológicas caen,

En ese momento que se da a lo largo del 2000 se produce esa crisis, las crisis del siglo XXI de las tecnológicas, que obviamente generaron un problema, un efecto de riqueza negativo muy fuerte, a lo cual se comenzó a responder con políticas monetarias y fiscales relativamente más expansivas que las anteriores. En particular la política monetaria de la Reserva Federal fue de bajas importantes en las tasas de interés.

La economía norteamericana golpeada por ese efecto de riqueza negativo fundamentalmente por el lado del consumo, el consumo es uno de los determinantes de la producción, es uno de los factores que mueven la producción, afectada por ese efecto negativo empezó a declinar, pero la política contra cíclica fue la de bajar la tasa de interés de referencia de Estados Unidos y al mismo tiempo conceder una de impuestos a través de una política fiscal relativamente flexible.

Rápidamente al comienzo del 2001 la economía inicia un período de recuperación pero se ve nuevamente golpeada por, lamentablemente, por el hecho del 11 de setiembre, donde ahí hay también un golpe muy fuerte a las expectativas de la gente y cae muy agudamente el Dow Jones, la riqueza en general de la gente y otra vez hay un golpe fuerte sobre el consumo, sobre la inversión, etc.

Nuevamente la Reserva Federal inicia un período de baja de tasas de interés que la lleva a la tasa mínima la lleva a de 6% a 1% en el año 2004, y ahí con esa tasa de interés muy baja, nosotros recordamos nuestras experiencias personales que decíamos ¿dónde podemos tener algún ahorro que nos rinda algo? Bueno creo, que todo ese reclamo personal y demás, se canalizó a través de los administradores de fondos que pasan a administrar fondos de renta fija, (muy baja la tasa de interés en ese momento), y de renta variable o sea acciones y demás, y pasan a innovar y buscar productos alternativos para ofrecerle a sus miembros. Y esos productos se encauzaron a través de fondos de moneda, fondos de commodities y otros fondos combinados y demás.

Pero por otro lado la baja tasa de interés genera una demanda por construcción, es decir inmuebles, donde los costos financieros son relativamente bajos, por lo tanto hay una demanda mucho más alta por créditos hipotecarios.

Y la demanda, que además se complementa por la oferta que accede a tasas de interés relativamente bajas y se invierte además para ver si los retornos son mayores provocan una expansión muy fuerte del crédito hipotecario y obviamente sacan de los activos de los bancos, la liquidez.

Al sacar la liquidez los bancos inventan, o hacer un uso muy generalizado de lo que se llama la securitización de esos papeles. Es decir crea fideicomisos, los vende y emite contra esos papeles títulos el fideicomiso, los coloca entre inversores y luego con ese dinero paga a los bancos y hay una especie de swap o sea de cambio, de activos líquidos de cuentas a cobrar por activos líquidos que son obviamente la caja.

Y ese proceso continúa durante un cierto lapso hasta que con el crecimiento mundial, bueno eso se expande obviamente por la globalización no solamente en Estados Unidos sino también en el resto del mundo, y comienzan las presiones inflacionarias lo que hace volver a pensar que el principal problema macroeconómico del mundo sea la inflación. Y con eso las tasas de interés comienzan a subir nuevamente.

Una suba en la tasa de interés como la que se produce que lleva de 1% a alrededor de 6.75 y demás provoca también una baja en el precio de los activos, no solamente el precio de los activos financieros sino además los activos reales, es decir, las tasas tienden a disminuir su valor, la gente comienza a tener dificultades para hacer frente a los pagos con su servicio a la deuda que había contraído.

Todo eso, ese detonante, se produce a fines del año pasado, en agosto aproximadamente, y mucha gente comenzó a decir “eso se va a expandir al sector real de la economía porque las tasas de interés son muy altas, los bancos están tratando de, por un lado de recuperar los activos, es decir los préstamos concedidos para hacer frente a las pérdidas y por otro lado la gente que coloca su dinero en los bancos podrían comenzar a tener sus sospechas de que podrían haber problemas”. Por lo tanto comienzan nuevamente a retirar sus activos de algunos bancos.

Eso provoca una suba de la tasa de interés pasiva para mantener a la gente con sus depósitos y por otro lado a mantener la tasa activa para evitar que se prolongue el crédito y se repague.

Eso obviamente tiene sus consecuencias sobre el sistema de pagos de la economía, que es fundamentalmente lo que se quiere preservar es ese momento cuando comienzan a haber problemas psicológicos o sentimientos de que pueda haber alguna crisis y demás y por lo tanto se toman una serie de medidas.

Y esa serie de medidas, y confieso yo que pensé que el conocimiento que tiene la Reserva Federal y el Tesoro de Estados Unidos de los datos de la economía norteamericana, lo que hacían los propios bancos involucrados, más lo que hacía el propio mercado, iban a solucionar en gran medida el problema.

¿Cuáles eran esas medidas?

Obviamente bajar nuevamente la tasa de interés, desde el punto de vista monetario expandir la cantidad de dinero, no solamente eso sino además permitir descuentos de los bancos con mayor cantidad de días, etc.

Desde el punto de vista fiscal la devolución de impuestos que se estaba generando.

Y desde el punto de vista de los bancos ir a conseguir inversores que pudiesen solucionar sus problemas incipientes de solvencia pero ya claros desde el punto de vista de la liquidez.

Y ahí es donde se va sobre determinados warrants o sea fondos de la riqueza soberana que aportan a muchos bancos bajo la forma de un convertible al revés, es decir poner dinero como una inyección de capital cosa de solucionar el problema de liquidez y de solvencia y al mismo tiempo la posibilidad de vender esas participaciones de capital accionario más adelante.

Yo confieso que con eso más la depreciación del dólar de lo cual se encargaba el propio mercado, esas medidas desde el punto de vista de los conductores de la política económica, medidas de los propios bancos involucrados y medidas del mercado yendo a depreciar pensé que la solución estaba en marcha.

Es decir, uno puede decir "acá va a venir una crisis muy grande porque se olvida de pensar que lo contrario también juega, hay gente que está pensando cómo dar vuelta esa crisis o sea cómo contrarrestarla".

Pero sorpresivamente me parece a mi, tal vez para muchos no, surge este problema ahora del último mes, es decir hay una serie de instituciones financieras que son salvadas, otras que son nacionalizadas, y otras que se dejó que se cayeran. Seguramente, en este último caso se vio la solvencia que tenían y la Reserva Federal y el Tesoro vieron que no era un problema de liquidez sino un problema de solvencia y se dejaron caer.

Otras se nacionalizaron como AIG, etc, y otras se encargaron ellas mismas y el propio sistema financiero de absorberse mutuamente.

Pero ha generado una gran desconfianza del sistema que se intenta ahora solucionar con este paquete, no sé cómo llamarlo, con este programa de medidas de compras de carteras, que ha sido aprobado por los representantes y por el senado y diputados de Estados Unidos, por el cual habría aproximadamente 700 mil millones de dólares, de los cuales 250 se podrían usar instantáneamente para la compra de cartera, habría 100 más que podría disponer el Presidente de Estados Unidos adicionalmente y después otros 300, 350 que requerirían, ya sobre la marcha y evaluando esa marcha, tendrían que ser aprobados nuevamente por el senado, por el Congreso de Estados Unidos.

Ese es el programa.

No sabemos en qué consiste la compra de carteras, no sabemos a qué precio se hace. Lo único que sabemos es que se aumentó la garantía de los depósitos a 250 mil dólares en lugar de los 100 mil que había. Es algo que hoy por hoy el mercado desconfía.

Hoy estamos con una crisis muy importante desde el punto de vista financiero, estamos, tal vez, en el momento culminante, esperamos que mañana no sea así, los mercados están cayendo fuertemente, las tasas de interés interbancarias están subiendo, no solamente en Estados Unidos sino también en Europa, el interés en los bancos de Londres está por arriba del 6%, a 3 meses ha subido 200 puntos básicos en 15 días o en 20 días.

Así que tasa de interés en alza, el dólar recuperándose frente a todas las monedas, a un ritmo muy acelerado debido a la aversión al riesgo que está predominando en el mercado, y el

vuelco hacia los bonos del tesoro libre de riesgo como se llama en Estados Unidos, las tasas de rendimiento a 30 años están abajo del 3.95, estuvieron a 4 y algo durante mucho tiempo.

Y el euro cayendo fuertemente, además en un momento donde las bolsas caen, la mayor parte de ellas, estamos en un momento donde se está generando un efecto riqueza imponentemente negativo.

¿Cómo va a seguir esto?

Es muy difícil decirlo por eso, todo aquello que las palabras se las lleva el viento, y que cuando se escribe perduran las cosas.

2. Efectos sobre Uruguay

Ahora lo que es claro y voy a entrar en el segundo punto, que es el tema de los efectos que tiene sobre Uruguay.

Es claro que Uruguay hasta hace unos días presentaba números muy buenos, un crecimiento de la producción de bienes y servicios muy alto, dos dígitos, un poco más alto incluso que el crecimiento de la economía en el 2004, 11 ó 12%., por encima de eso. Inflación relativamente controlada y una balanza de pagos que recién ahora está mostrando algunos problemas.

Con respecto al crecimiento, yo debo ser claro en este punto:

- En primer lugar hay una gran contribución, que se ha negado desde algunos sectores, del sector externo de la economía, es decir desde afuera. Si nosotros miramos lo que es la relación en términos de intercambio vemos que se ha contribuido en los últimos 3 años y algo, desde el 9% del ingreso hasta 4% en el último año. Estas son las cifras del Banco Central.

Esto es algo que nos viene de afuera, es decir nosotros vendemos más caro lo mismo que vendíamos antes o compramos mucho más barato en el exterior. Es decir esa es la relación de término de intercambio. Antes decíamos vendíamos 20 vacas para comprar un tractor ahora es relativamente al revés, bueno no digo que sean 20 tractores por vaca pero quiero decir que eso deja mucho dinero, eso contribuye al ingreso del país, y obviamente el ingreso es uno de los determinantes.

- En segundo lugar debo decir, además, que ha habido un fuerte incremento del gasto público. Desde el último año hasta el mes de agosto el gasto público creció 1570 millones de dólares, un 12.5% en términos reales.

Eso solo es comparable con nuestro benefactor de Venezuela. Solamente en ese caso es comparable donde se gasta anormalmente en esa magnitud.

Así que el gasto contribuye 2 puntos mínimo del porcentaje de nuestro producto y del ingreso.

- En tercer lugar nadie puede olvidar la contribución de Botnia, debido a una decisión de hace varios años cuando el ex Presidente Sanguinetti lanzó el plan forestal y luego el ex Presidente Batlle, aquí presente, lo siguió pese a las críticas que se daban respecto a ello de parte del oficialismo incluso, ha contribuido fuertemente.

Botnia exporta alrededor de 900 millones de dólares por año, y eso lo viene haciendo desde setiembre del año pasado en términos anuales; es mucha contribución.

- Y la región, la región que se ha comportado muy bien en los últimos años sobre todo Brasil, pero también Argentina, que ha crecido al mismo ritmo anualizado que lo que lo ha hecho el Uruguay, por una combinación de política macro económica totalmente diferente. Como también una medida diferente la combinación de políticas macro económicas que ha usado Brasil y que ha crecido al ritmo más alto en los últimos años.

Así que todo eso contribuye al crecimiento económico.

Cuando dije una inflación relativamente baja lo que se ha controlado en gran medida es el movimiento del índice de precios: retraso de tarifas, congelación de algunas específicas en términos de no ajuste en los momentos que correspondían, etc.

Y en tercer lugar una cosa que me llama poderosamente la atención, y es que queda en este momento una balanza de pagos muy complicada para el país. La cuenta corriente de la balanza de pagos tiene un déficit de 1.100 millones de dólares, lo cual es 4% de producto interno. En el pasado las crisis se generaban cuando las cuentas corrientes, la balanza de pagos alcanzaba ese nivel o más.

Recordemos la crisis de Tailandia, de Indonesia, Corea, etc. o la de Rusia en el 98, o la de México en el 95, y más adelante también, o sea en Argentina, Uruguay.

Así que el déficit de la cuenta corriente es relativamente muy alto y eso hay que financiarlo o con deuda, o con capital o con inversión extranjera directa que venga con el dinero o con pérdida de reservas. Pero para nuestra sorpresa la reserva en estos últimos 12 meses crecieron en 2.300 millones de dólares, o sea que tuvo que haber habido un ingreso de capitales tanto por inversión de portafolio como por inversión extranjera directa muy alta.

Olvidé decirles algo que a mi como analista me resulta difícil entender y es lo siguiente:

El crecimiento por lo general se calcula en términos reales, es decir en términos comparables un año con otro, se evita tener la influencia de la inflación.

Yo lo que he visto que en el deflactor del producto bruto interno ha sido alrededor del 7%. Está diciendo al inflación está siendo implícita en este cálculo del 7%, los 12 meses a julio.

Cuando yo miro la inflación mayorista estaba en 22% en ese momento y miro la inflación minorista, o sea el precio al consumo en 7, y veo los precios implícitos en 7 y poco, digo "esto me llama la atención". Y esto no lo puedo decir con propiedad pero sí puedo decir que en caso que esté mal calculado esto magnifica el crecimiento de la economía en ese lapso.

Ahora con eso planteado ¿cuáles son las consecuencias de todo esto para Uruguay?

Yo creo que hay consecuencias por el lado financiero y por el lado real de la economía.

Por el lado financiero ya lo estamos viviendo, es decir un dólar que sube, un dólar que se aprecia un 12% al igual que en otras partes del mundo, pero por lo general el Banco Central y Julio lo puede atestiguar, por lo general la función primordial del Banco Central es preservar el valor de la moneda. Y el símbolo de la fortaleza de un país es su moneda.

Entonces si su moneda se deprecia estamos en presencia de un país no tan fuerte como se presume que lo es.

Es decir que un primer efecto es sobre el tipo de cambio, pero simultáneamente el efecto es sobre las tasas de interés porque al subir el tipo de cambio se produce, a mi juicio, una caída en la confianza en la población, una caída muy fuerte, sobre todo en el programa de desdolarización que estaba tan altamente llevado adelante por las autoridades.

Y estoy comparando un proceso de desdolarización diferente al proceso llevado adelante en la salida de la crisis del 2002, cuando era necesario por ausencia de reservas y demás, tener una tasa muy alta, un caramelo muy dulce para atraer a la gente, que viniera el peso y sacarlo de la demanda por dólares.

Yo sé que Julio va a decir, "no pero la desdolarización existe porque hay muchas transacciones que se realizan en moneda local, etc". Sí, existen, pero hoy la inversión en moneda local está herida de muerte.

Y lo peor de todo es que la gente que busca una explicación en las declaraciones de las autoridades encuentra que hay conflicto en las respuestas.

Por un lado el Banco Central dice algunas cosas por un lado que es ininteligible en algunos aspectos y por otro lado el Ministro de Economía cuando le preguntan sobre el tema dice prácticamente "el dólar tiene que subir" cuando hasta el momento estuvo apostando a otro tipo de cosas.

Así que desde el punto de vista financiero es inevitable que el tipo de cambio siga subiendo. Si lo ponemos frente a la balanza de pagos y recordamos que en gran medida el ingreso de capitales se debe a la inversión en moneda local, para usufructuar una tasa de interés relativamente más alta que la del resto del mundo, todo eso me hace pensar a mi que el dólar se despegó para seguir despegándose y por lo tanto creo que cualquiera sea el desenlace de la crisis externa el dólar va a seguir subiendo y por encima de la inflación.

Con respecto al tema de la tasa de interés, bueno ahí va a haber un juego, tiene que haber un juego para por un lado serenar al tipo de cambio a través de tasas de interés relativamente más altas, y simultáneamente utilizar gran parte de las reservas que se han acumulado.

Por otro lado desde el punto de vista del sector real de la economía va a incidir el aumento de la tasa de interés por un lado y por otro lado la desconfianza en la moneda local y el efecto riqueza que muchos han tenido debido a este fenómeno de haber invertido en pesos y el peso depreciarse y perder todo lo que se ganó, no me refiero a largo plazo, me refiero a las locaciones en pesos a corto plazo, me refiero también a las colocaciones en unidades indexadas a corto plazo, un año digamos, porque creo que no va haber un achate de la inflación o la devaluación en menos de un año. Yo creo que ese efecto negativo más el aumento de la tasa de interés, más por otro lado lo que está pasando en el mundo, todo eso va a influir.

Por un lado en el consumo: los bancos están apretando, están mirando y revisando el riesgo en el cual incurren al prestar su dinero. Lo harán por razones externas, lo harán las disposiciones corporativas, o lo harán porque lo harán, pero eso está ocurriendo, y por lo tanto va a ser más difícil conseguir financiamiento para las empresas, a un costo relativamente bajo. Eso ha parado el consumo de las propias empresas ha mitigado el crecimiento y por otro lado ha

mitigado la inversión de las empresas. Yo no creo que alguien que va a invertir en Uruguay vaya a tener el mismo impulso que tenía hasta hace un mes atrás.

Así que en ese sentido yo creo que desde el punto de vista real el Producto Interno debería moderarse a partir del segundo trimestre del año que viene, y digo eso porque todavía hay algunos efectos por inercia, digamos, hasta ese momento.

La región lamentablemente no nos va a apuntalar, más allá de lo que pueda hacerlo durante el verano. Brasil tiene problemas serios también que ya los estábamos anticipando porque luego de 4 años de superávit en la corriente de la balanza de pagos y superávit en los ingresos fiscales comenzó a tener a principios de este año déficit en la cuenta corriente y está creciendo a un ritmo muy acelerado. Entonces Brasil se prepara relativamente bien para enfrentar la situación externa pero, como informaron los analistas que informan todos los lunes al Banco Central va a ser más bajo el crecimiento del año que viene.

Y en el caso de Argentina, Argentina tiene un gran problema de vencimiento de deuda el año entrante que si bien hay un programa para sobrellevarlo, un programa presentado por tres bancos, es un programa que tiene un talón de Aquiles muy embromado. Argentina tiene un superávit de cinco mil millones de dólares anual, fiscal, pero tiene vencimientos desde aquí a fines del 2009 del orden de los diecinueve a los veinte mil millones de dólares. No puede juntarlos.

El programa presentado por los bancos al gobierno argentino es un programa donde además del talón de Aquiles implica necesariamente que no aceptan canje en el exterior se les plantee un canje relativamente similar al anterior y eso es muy difícil que lo logren también.

Así que de la Argentina vamos a tener novedades muy importantes también el año que viene y de Brasil un acontecimiento.

Volviendo al caso Uruguay y termino con esto, hay una parte muy interesante que es lo que tiene que ver con la política fiscal y monetaria de los últimos tiempos.

La política monetaria a pesar de haberse referido la autoridad saliente que era una política monetaria restrictiva es una política monetaria sumamente expansiva. El crecimiento en la base monetaria como quieran verlo es decir monedas en circulación, depósitos a la vista, lo que quieran eso está en el orden del 20 al 29%, eso es expansivo a todas luces.

En segundo lugar la política fiscal ha sido expansiva, como les dije mil quinientos millones de dólares y ya sin hacer nada por la devaluación el año que viene nos vamos a ver muy comprometidos en términos de resultados fiscal.

La devaluación implica gasto por intereses, la devaluación que tenemos hasta hoy, 12%, implica solamente por haber movido el dólar sobre una deuda en dólares en diez mil y pico millones de dólares, ciento veinte millones de dólares más. Más lo que establece la Rendición de Cuentas cuatrocientos noventa y cinco millones de dólares ahí van a haber problemas de financiamiento.

O sea que no es un invento de algunos analistas y de algún Senador como Alfie que menciona que el año entrante va a ser necesario de alguna manera moderar el gasto público y eventualmente el año siguiente vamos a entrar en un ajuste de las cuentas del gobierno.

No creo que vaya por el lado de los impuestos pero si necesariamente en un contexto de gran conflictividad laboral ir por lado de los gastos.

Cuando me refería al aumento de los gastos de mil quinientos millones de dólares en los últimos meses me estoy refiriendo al aumento del gasto primario, es decir antes de intereses.

Así que yo, para ir redondeando la veo relativamente mal para el año entrante. Ya hay indicios, hay variables macroeconómicas que se están saliendo de sus valores normales y el año entrante vamos a tener seguramente más dificultades porque además y me había olvidado decir, además los precios de los commodities, soja, maíz, trigo, etc, ya no son lo que eran, y eso obviamente, si bien también es cierto que el petróleo baja, va a generar también problemas. Esos son los mensajes que se reciben para las exportaciones si bien ayudan a bajar la inflación, en cierto modo la devaluación por otro lado se va a trasladar al precio de los bienes transables, es decir aquellos que son sujetos de valores internacionales y por lo tanto el efecto de combinar esas dos cosas, a mi juicio, va a resultar con una política salarial como la actual, en una inflación relativamente más alta.

Muchas gracias

Ec. Julio de Brun

Muchas gracias María Dolores y también reitero el agradecimiento de Jorge para la Academia por esta invitación para poder compartir con ustedes algunas ideas sobre esta situación financiera internacional y cómo afecta a la región y al Uruguay.

Luego de una exposición como la de Jorge me da la ventaja, por lo claro, por su buena descripción de cómo se dio todo este proceso y sus impactos, me da pie la ventaja de poder focalizarme directamente en lo que creo que pueden ser las lecciones de toda esta experiencia y también comparto con Jorge algunas reflexiones acerca del futuro complementando con algunos temas más.

Jorge explicó hace un momento cuáles fueron los vaivenes de la política monetaria en Estados Unidos durante todos estos 10, 15 años. Como respuesta a determinados efectos internacionales, la política monetaria en Estados Unidos se volvió expansiva y explicó cómo siguió siendo expansiva bastante más allá del tiempo necesario para corregir los elementos que eventualmente justificaron la reducción de las tasas de interés.

O sea en un momento se rompió la tasa de interés allá por el 91 por la crisis asiática y después siguieron las tasas de interés bajas hasta que se disparó todo el tema, o sea apuntalado por el tema de las crisis de las empresas "punto com". Luego había iniciado un proceso de recuperación, luego el efecto de setiembre del 2001, y ahí de vuelta las tasas de interés fueron bajas y estuvieron tiempo bastante bajas aún cuando la economía norteamericana había empezado a dar muestras de recuperación respecto a lo que habían sido los impactos negativos del atentado de setiembre del 2001.

Me acuerdo cuando llegué al Banco Central, cuando estaba en los primeros meses en el Banco Central y tenía reuniones con los colegas de la región y del mundo y allí uno estaba en otro planeta porque la discusión que hacían los demás gobernadores de los otros Bancos Centrales eran sobre los riesgos de la deflación. Entonces estaban todos preocupados por la amenaza de

la deflación y cómo seguir haciendo políticas monetarias expansivas, en un mundo que ya daba señales de crecimiento y en particular la economía como la norteamericana, que más allá del cimbronazo de setiembre del 2001, estaba y mostraba signos de vigor y recuperación.

En realidad si uno saca los eventos que generaron el enlentecimiento en el crecimiento en Estados Unidos, Estados Unidos fue una economía de sólido crecimiento durante toda esta última larga década.

Sin embargo uno se pregunta por qué la política monetaria fue sistemáticamente más expansiva de lo que tradicionalmente se hubiera recomendado durante ciclo expansivos también. Y yo creo que ahí hay una lección a tomar en cuenta por los efectos que puede tener después. Y es el peligro que tiene hacer política monetaria mirando demasiado la tasa de inflación. Por qué en definitiva, ¿qué era lo que justificaba el mantenimiento de una política monetaria expansiva, más allá de que la economía estaba en crecimiento? Bueno era que la inflación aparecía como lenta, como contenida, baja, y bueno la Reserva Federal decía: “bueno puedo seguir con estas tasas de interés” ¿por qué? Porque en definitiva estoy evitando los riesgos de una deflación en la economía.

O sea una respuesta de política monetaria típica de una insuficiencia de demanda agregada cuando en realidad lo que estaba teniendo la economía norteamericana y luego Europa posteriormente, por contagio tecnológico o por aprendizaje tecnológico era una fuerte expansión de la productividad.

Cuando uno tiene una fuerte expansión de la productividad tener algún problema de deflación o de enlentecimiento hasta tasas muy bajas de la tasa de inflación no es realmente el mismo problema que cuando uno tiene ese mismo problema por el fenómeno de la insuficiencia de la demanda.

Ahora ¿qué pasa si uno le aplica a un shock de productividad las mismas respuestas de política monetaria que cuando uno tiene un problema de insuficiencia de demanda agregada?

Es que las tasas de interés son muy bajas en períodos de fuerte aumento de la productividad por lo tanto lo que genera es un fuerte aumento de valores mobiliarios e inmobiliarios. Y entonces esa prolongada política monetaria expansiva tuvo varios ciclos de apreciación de distintos valores mobiliarios e inmobiliarios que fueron sucediéndose a lo largo del tiempo.

Primero vino el boom de las tecnológicas y la correspondiente caída posterior, luego el boom inmobiliario y la correspondiente explosión de la burbuja inmobiliaria y hasta hace poco tuvimos también el correspondiente boom en los precios de los commodities.

Todos estos fenómenos de expansión monetaria llevaron a explosiones en distintos tipos de valores, de bienes, de valores mobiliarios y de valores inmobiliarios que en definitiva después, al estar fuera de línea de lo que es razonable a largo plazo terminan reventando.

O sea primera lección de toda esta crisis: las políticas monetarias no pueden ser excesivamente expansivas durante demasiado tiempo porque terminamos generando un problema de explosiones especulativas, sobre todo en términos de valores mobiliarios o inmobiliarios que a la larga terminan en situaciones como la que se está viviendo. Eso en primer lugar.

En segundo lugar, y antes quiero hacer un comentario respecto a lo que ha sido la evolución de los commodities sobre todo a partir del fuerte crecimiento que tuvo el segundo semestre del año pasado el precio de las distintas materias primas yo he optado que mis análisis tengan precios de commodities en euros. Entonces en vez de tener una serie histórica larga con precios de commodities en dólares lo presento en euros.

Entonces ¿de qué me he dado cuenta?, de que en realidad los precios de las materias primas en el segundo semestre del año pasado no estuvieron tan altos como parecía comparados con los precios en euros de años anteriores. Con lo cual el gran efecto de lo que fue el aumento de los precios de los commodities en la segunda mitad del año pasado y comienzos de este año era en realidad un efecto de debilidad del dólar, no un efecto que uno pudiera considerar “esto es China, esto es India”. Pero si uno lo corrige por el efecto del tipo de cambio encuentra una moderada tendencia ligeramente superior a la tasa de inflación en euros de mediano plazo del crecimiento de las materias primas.

Lo cual es lógico. Si hay países que están incrementando su demanda, y la demanda crece más que la oferta el efecto no es que crecen los precios un 50% en 6 meses, sino que lo que uno encuentra es un crecimiento gradual y prolongado de los precios a lo largo del tiempo, no un salto monetario.

Y lo que está ocurriendo ahora es en la medida que se revierta la caída del dólar respecto del euro, y es de esperar que ocurra y está ocurriendo, es que los precios de los commodities van a volver a lo que eran los niveles un poco antes del segundo semestre del año pasado ciertamente más altos, un 50% más alto de lo que fueron a fines de la década de los 90, cuando estaban en la situación inversa sumamente debilitados pero muy lejos de los valores que alcanzaron a finales del año pasado.

Con lo cual también el escenario para los países exportadores de materias primas es un tanto distinto de lo que parecía algunas semanas atrás y sobre eso quiero volver al final de la presentación.

El otro tema sobre el que quiero elaborar o retomar un poco donde lo dejó Jorge es sobre el desarrollo de la crisis financiera de Estados Unidos y los mecanismos de solución y la ventaja de Uruguay al ser un país chico lleva a veces a tener la actitud del “enano maldito”, uno tiende a pretender que el mundo extraiga lecciones de lo que uno hace.

Cuando uno ve la forma con la cual Estados Unidos el año pasado y cómo ahora Estados Unidos sale a enfrentar la crisis y uno observa lo que ha hecho Europa y compara con lo que fue la experiencia de Uruguay en el año 2002 uno rescata una lección muy importante y creo que de alguna manera mirando hacia delante marca un poco cómo nos podemos llegar a mover en los próximos días a medida que esta crisis se desate.

La reacción que tuvo el año pasado Estados Unidos fue una reacción lógica de expansión de política monetaria, claramente un reflejo de lo que fue para Estados Unidos la experiencia de la crisis del 29 donde lo que se debía evitar por cualquier forma era que esta crisis financiera terminara en un proceso de intermediación que a la larga tuviera repercusiones sumamente negativas sobre el sector real de la economía.

Entonces la respuesta que tuvo y que mencionaba Jorge la Reserva Federal y la administración norteamericana fue claramente en esa línea. O sea ante un problema de debilidad del sistema financiero que eventualmente uno asocia a un problema de liquidez y a un problema de solvencia, inyectemos liquidez para de alguna manera dar tiempo a las instituciones financieras para que resuelvan su problema de cartera, facilitemos operaciones de adquisición que también de alguna manera ayuda a limpiar balances, generemos algún shock fiscal para así darle impulso a la economía, y dejemos que el mercado resuelva la crisis.

Cuando ocurren todos estos eventos más recientes Lehman Brothers, AIG y demás, y más sintomático lo que ocurrió sobre todo con los organismos federales relacionados con el sector vivienda, quedó mucho más claro que se entró en una situación donde la crisis del sector inmobiliario estaba generando un problema importante de solvencia, al menos en algunas instituciones financieras norteamericanas.

¿Y qué es lo que ocurre en este caso?

Cuando uno tiene problemas de solvencia en entidades financieras ocurre, en primer lugar que el público en general no sabe muy bien cuáles son las que son solventes y cuáles las que no, y a su vez, aún dentro de las propias instituciones financieras uno empieza a dudar de a quién uno le da línea de crédito en el mercado de dinero para que en definitiva funcione todo el sistema, empieza a dudar si uno está poniendo el dinero en el lugar correcto. Que no le esté pasando como al Banco Hipotecario dándole incobrables a Cofac, o cosas por el estilo.

Cuando uno está en esa situación lo que empieza a ocurrir es una parálisis general del sistema financiero y la desintermediación financiera empieza a ocurrir. Y la única solución de fondo a ese tipo de problema es la separación. O sea, lo que es malo tiene que quedar separado de lo que es bueno para que la gente entienda dónde está lo bueno y eso pueda seguir funcionando normalmente.

La esencia del paquete que promovió la administración Bush la semana pasada era eso. O sea, este operativo de compra de carteras, porque en definitiva tiene mucho de eso detrás, lo que trata es de decir "las malas carteras de los bancos, por lo menos mientras sean malas, mientras estén afectadas por problemas de devaluación, por problemas de mercado y demás, saquémoslas de los bancos de tal manera que los bancos tengan activos limpios". Una vez que los bancos tengan activos limpios los primeros que van a empezar a hacer es a confiar entre ellos, los bancos con los otros bancos y entonces comenzaremos a tener algún renacimiento y alguna normalización del crédito bancario y después que eso ocurra tranquilamente los depositantes volverán, los inversores volverán, y después, mucho después, el crédito renacerá y la economía se recuperará.

Pero mientras uno no separe lo bueno de lo malo la incertidumbre sigue, los depositantes no vuelven, no hay crédito interbancario y la economía empieza a tener permanentemente estos vaivenes como los que han tenido.

En este sentido es bien encomiable lo que fue la reacción norteamericana, después vendrán las discusiones académicas, pero lo que uno tiene que hacer en una crisis como esa es actuar. Lo peor que puede hacer un gobierno en una crisis como esta es ponerse a escribir papers

sobre cuál sería el mejor mecanismo para resolver el problema, lo que hay que hacer es resolverlo.

Y eso es lo que quiso hacer la administración norteamericana.

Lamentablemente, al principio con mensajes confusos entonces en el intento de promover el paquete en el Congreso había argumentos de republicanos y liberales diciendo “esto es socialismo” y había argumentos de demócratas liberales, pero en el otro sentido de la palabra liberal, diciendo “con esto perjudicamos a los pobres”.

Ambos criticando al proyecto pero por razones totalmente distintas.

El marketing político fue mucho mejor en las instancias posteriores: se mostró claramente que esto no era ni para entrar en el socialismo, ni para favorecer a los ricos en contra de los pobres, sino que al revés. Hubieran recomendado en ese momento pongan la película “las uvas de la ira” y vean lo que era la gente pobre ahí recorriendo los distintos lugares de Estados Unidos buscando empleo y demás, eso es lo que le pasa a la gente cuando tenemos una crisis financiera de esta magnitud. Es la gente común la que tiene dificultades para conseguir empleo.

Finalmente el Congreso norteamericano apoya este paquete y entonces creo que Estados Unidos de la misma manera que Uruguay empezó a ver la luz al final del túnel cuando logró la asistencia financiera sobre todo del gobierno norteamericano, después ratificada por préstamos del Fondo, y se hizo la separación de Bancos buenos de Bancos malos, y fue el factor fundamental para frenar la corrida, aquí también creo que Estados Unidos puso la piedra fundamental para empezar a edificar el final de la crisis financiera, que va a tardar.

Si uno lo contrasta con la actitud de Europa, Europa ha optado por que cada país resuelva lo suyo, a pesar de que Europa tiene su Banco Central, única moneda y demás, dijeron “bueno acá cada uno arréglese como pueda”. Los alemanes dijeron “nosotros arreglamos esto”, también los franceses, y entonces tenemos esta situación donde algunos salen a aumentar el seguro de depósitos y esto en definitiva arrastra a los demás, o empiezan a generar dudas de solvencia de los Estados. Porque uno puede establecer un paquete general de ayuda o de soporte del sistema financiero a un nivel de presupuesto del tamaño de la Unión Europea. Pero uno no puede pretender de que Islandia por sí sola financie los sistemas de Bancos que como se volvieron off shore multiplican por varias veces el producto de Islandia la capacidad de sostener el tamaño del sistema financiero allí. O la propia Irlanda cuya deuda treparía a 300% del producto si tuviera efectivamente el gobierno que darle un respaldo a todos los depósitos del sistema bancario irlandés.

En estos momentos, claramente se impone una acción coordinada por parte de los países europeos.

Lo que pasa en Europa, es como si Estados Unidos hubiera dicho “el Estado de California se encarga de los bancos de California”, el Estado de Nueva York se encarga de los bancos de Nueva York”, entonces ahí lo que ocurre es que todo el sistema norteamericano hubiera desaparecido en una semana. Y lo que está haciendo Europa es básicamente lo mismo y eso de alguna manera, ese tipo de respuesta fragmentaria, por lo tanto insuficiente, donde se está

procediendo de manera “de atrás”. O sea, ¿hay un banco con problemas?, le doy asistencia. ¿Se acaba la asistencia porque se la retiran los depositantes?, le doy más asistencia.

Eso es de alguna manera lo que le pasaba a Uruguay en el primer semestre del 2002 cuando del Fondo Monetario le daba asistencia financiera a cuenta gotas. Entonces, Uruguay recibía 200 millones de dólares los ponía en el sistema bancario y se iban; recibía otros 200 y se iban, hasta que no hubo una masa suficiente de recursos que con la corrida no se terminaba.

Europa está siguiendo por ese camino, lo que ocurrió con el Banco Hipotecario alemán en estos últimos días era más o menos esto, al principio parecía que el déficit era de “tanto” entonces el gobierno alemán con cierta renuencia le daba cierto apoyo. Después la cifra era insuficiente y trató de buscar un comprador y entonces vieron que la cifra era mucho más grande, entonces otra vez para atrás y el gobierno tuvo que poner un poco más, la sensación que deja esto al inversor “¿es cuando termina esto?”, porque si yo ya no creo que la pérdida era 100 tampoco voy a creer cuando me la recalculan a 400 y probablemente crea que va a ser 800.

Lo que genera esta situación tal como está siendo manejada en Europa en estos momentos es que todavía no hay luz al final del túnel y que todavía las cosas pueden empeorar mucho. Y el reflejo de eso es lo que se vio en las Bolsas.

Suponiendo, y acá hagamos un supuesto de que la racionalidad finalmente cunde y Europa adopta una medida comprensiva del problema del estilo de lo que ha hecho la administración norteamericana ahí sí podemos empezar a pisar un terreno un poco más firme y podemos mirar hacia delante en lo que puede ocurrir.

En Europa y Estados Unidos igual nos vamos a enfrentar, como decía Jorge, a un escenario donde el crédito va a estar mucho más restringido, el consumo seguramente va a crecer por debajo de lo que crezca el producto, hay que tener en cuenta que las tasas de ahorro en Estados Unidos son históricamente bajas, o sea que es razonable que en Estados Unidos haya un enlentecimiento del consumo privado respecto al producto, o sea que en definitiva tenemos un escenario desde el punto de vista real de consumo estancado. Por lo tanto el panorama para nuestras regiones y para Uruguay, en particular no pensemos que sigamos teniendo la demanda externa de productos que veníamos teniendo hasta ahora y seguramente este ajuste en los precios de los commodities y en los precios de exportación de nuestros productos se va a mantener igual.

Creo que en relación a monedas y relaciones entre tipo de cambio e inflación yo por lo menos hay cosas que no las tengo del todo claras, sobre todo no las tengo del todo claras en otros países de la región como Brasil, Perú, Colombia, y si me preguntaban hace 2 meses yo estaba mejor, en un escenario donde estos países iban a tener un crecimiento de consumo interno, sistemas bancarios que venían creciendo, hubo un fuerte crecimiento del crédito, y demás.

En este ambiente de liquidez internacional que uno va a tener en los próximos años ese escenario no es descartable, si de alguna manera uno tiene liquidez internacional en un contexto que se está al día. O sea, si los mercados internacionales están muy líquidos pero al mismo tiempo se están despejando las dudas de qué Banco cae hoy, entonces es razonable

pensar que entre recibir 0% de interés en títulos norteamericanos uno diga, “bueno me puedo tirar una monedita en algún país americano de buen nivel de riesgo y buena situación fiscal y solidez”, etc. etc.

Con lo cual uno podría pensar que en ese escenario latinoamericano no debería sufrir un problema de retracción de ingreso de capitales e incluso beneficiarse transitoriamente, mientras dure, de una situación de buena liquidez internacional.

En la medida que los fundamentos de algunos países latinoamericanos son correctos.

Y acá pongo como ejemplo Perú, Brasil, hasta cierto punto Colombia, y sin dudas el de Chile. No pongo a Argentina, no pongo a Ecuador, no pongo a Bolivia ni a Venezuela.

Claro, si uno tiene liquidez internacional pero también tiene incertidumbre, entonces ahí si, y por tema de fuga hacia la calidad, entonces Latinoamérica va a pasar por un período de no tan fácil acceso a los mercados internacionales y ahí el escenario puede cambiar. El crédito bancario se va a estancar fuertemente, y lo que pudiera ser el consumo interno también se va a frenar significativamente. Yo quiero pensar que ese escenario de alguna manera no se dará que la solución a la crisis sea buena en los países industrializados y que este escenario no se pueda dar.

En el caso de Uruguay hay una cosa que tengo clara y es que dado el tipo de política fiscal que tenemos hacia delante sin duda, Uruguay va a tener impulso de demanda interna aún en un contexto adverso de flujo de capitales externos.

Lo cual pone a Uruguay en el peor escenario posible mirando hacia después. Porque en el corto plazo, porque la situación fiscal permite, o por la no necesidad de acudir a los préstamos internacionales, uno puede decir, “bueno se llega a las elecciones en un ambiente de cierta expansión fiscal, déficit fiscal relativamente controlado, y bueno eso pasa”. Pero en ese contexto Uruguay va a estar apreciando en términos reales su moneda cuando en la región y en el mundo va a estar ocurriendo exactamente lo contrario.

Estoy de acuerdo con Jorge en que puede ocurrir que el tipo de cambio, el peso uruguayo se devalúe algo más que la inflación pero ciertamente va a ser menos que lo que va a ser la caída de los precios internacionales. No tengo dudas, que el peso real va a seguir depreciando, no tengo duda si eso es con alguna modesta depreciación de la moneda, con algún modesto nivel de inflación, o con una fuerte depreciación de la moneda y una inflación un poco más alta, eso va a depender de cuál sea la respuesta de la política monetaria, cosa que hasta el momento tampoco es algo, más allá de las declaraciones, no es un compromiso que está.

Muchas gracias

María Dolores Benavente

Como siempre dice el Emb. Lacarte: “el moderador tiene el privilegio de la primera pregunta”. Y les pregunto a los dos si no piensan que una manera los mercados tienen de corregir un déficit de cuenta corriente es por una mayor devaluación?

Ec. Jorge Caumont

Es indudable pero el tema es la repercusión que tiene en el mediano plazo esa devaluación sobre los precios domésticos. O sea, depende del tipo de cambio real. En el corto plazo no me cabe duda.

Ahora, cuando hay razones, como las que pienso que tienen en el Uruguay yo creo que se va a corregir la cuenta corriente justamente, por mayor devaluación que inflación. ¿Por qué eso?

Bueno porque si nosotros miramos el déficit de la cuenta corriente vemos que el déficit comercial es del orden de los 2.300 millones de dólares y vemos que en parte está compensado por el turismo y demás, y yo creo que ese movimiento de turismo, sobre todo el brasileño no va a ser tan fuerte a partir del año entrante. Es decir Brasil está devaluando mucho su moneda y eso va a hacer que lo que traen los exportadores de bienes y servicios sea bastante menos lo que traigan que lo que se lleven los importadores al principio.

Y por otro lado si no hay ingreso de capitales tanto porque los que hacen inversiones extranjeras directas están, digamos, esperando a ver qué pasa y porque además el flujo de capitales para inversión de portafolios se va a detener, yo creo que ahí hay una razón clara de oferta y demanda para que el tipo de cambio suba.

O sea que en definitiva se va a provocar más por razones de mercado que por razones de una devaluación que pueda tener el Banco Central.,

Ec. Julio de Brun

Yo diría que el efecto sobre el tipo de cambio más que un tema de cuenta corriente lo daría como un efecto de balanza de pagos en su conjunto.

Se puede tener un déficit de cuenta corriente originado en un desequilibrio de mayor gasto que ingreso en el sector privado financiado porque ese sector privado tiene ingreso de capitales al resto del mundo y eso no se va a corregir por tipo de cambio ese déficit de cuenta corriente. Y si el ingreso de capitales al sector privado se recorta, o sea se frenara en Uruguay la inversión extranjera directa, se frenara el flujo de capitales que hoy viene hacia el sector privado seguramente lo que ocurriría es que el gasto privado se contraría. Es lo que normalmente hace el sector privado. Cuando se le corta su financiamiento el sector privado baja su consumo mucho más rápidamente de lo que lo hace el sector público.

Entonces el problema es cuando el déficit de cuenta corriente se origina en el sector público, que de vuelta, mientras que el sector público sea capaz de atraer capitales uno tiene una situación donde no precisa una corrección cambiaria para corregir el gasto, porque está financiado por capitales extranjeros.

Si se da una situación de déficit fiscal con freno de acceso a financiamiento externo ahí sí uno empieza a tener el camino que dice Jorge, una tendencia a la devaluación de la moneda. O puede optarse y ahí está el riesgo, por la pérdida de reservas internacionales para financiar ese déficit fiscal.

Lo cual Uruguay tiene experiencia.

Entonces yo el ajuste cambiario asociado a un déficit de cuenta corriente lo veo más que nada cuando tenemos un problema de déficit fiscal combinado con un corte en el acceso al financiamiento.

Pregunta del Público:

Usted hablaba que la Reserva Federal compraría todos los activos de los bancos, ¿cómo califican los activos de los bancos de manera de distinguir lo que tiene valor de mercado y lo que está valuado al modelo matemático, como dicen ellos? ¿Cómo piensa usted que va a ser esa compra, y qué efecto puede tener el hecho de que se suspenda ese sistema de evaluación que ha sido tan útil?

Ec. Julio de Brun

Por lo que tengo entendido la ley que finalmente aprobó el Congreso se había introducido inicialmente la medida de dejar el mecanismo de mark to market pero eso quedó de lado, o sea que no estoy muy seguro de que efectivamente se vaya a dar ese paso.

Creo que estuvo la intención de hacerlo pero por ahora eso está en stand by.

Lo cual ha sido un acierto, porque creo que hubiera sido un profundo error desde el punto de vista de supervisión, de regulación y demás, abandonar la regla de mark to market en la evaluación de los activos. Esto en primer lugar.

En segundo lugar, un poco lo que decía Jorge, no está del todo claro cómo va a ser el proceso de licitación de estas carteras.

No sé cómo evaluará Estados Unidos esto, cómo es la licitación y todo eso todavía no lo tengo el todo claro, si lo que se quiere es limitar la pérdida para el contribuyente que es un poco el que ha estado atrás de todo esto, yo creo que lo más sencillo es adoptar el modelo que siguió Chile con las compras de las carteras en los años 80, donde lo que se hacía era: se tomaba la cartera de los bancos en problemas pero después el gobierno tenía un "put" contra esos bancos. O te saco la cartera mala pero dentro de unos años tengo el derecho de volvértela a vender a un precio determinado. Con lo cual si se recuperaba menos de lo previsto hay una pérdida para el contribuyente que está acotada por el valor del mismo.

Cuando se empezó a hablar de licitación para mí lo lógico era tomar la cartera a valor nominal y lo que se licita es el "put", el valor al cual el gobierno se lo va a devolver. Para mí sería lo lógico pero no sé cómo finalmente lo va a implementar.

Pregunta: Jacques Burin des Roziars

Usted habló de la situación de la región, habló de Brasil, habló de la Argentina ¿cómo ve la situación argentina después de la crisis del campo, con todos los subsidios obtenidos, la modificación de los valores de los bonos, la inflación del INDEC, etc.?

Ec. Jorge Caumont

La política anti-inflacionaria de la Argentina se basa fundamentalmente en el control de los precios. Hay un señor que me hace acordar a alguna persona que tuvimos en el Uruguay en el

pasado, que maneja los precios, es el señor Guillermo Moreno, esa persona logra que el INDEC tenga una inflación muy por debajo de lo que estiman los analistas. Y ahora están diciendo que probablemente los precios no suban tanto a 30% y algo, pero 26 ó 27% y mucho más del 9.02% que tiene la inflación oficial.

Ahora ¿cuánto tiempo puede durar el control y el congelamiento de esos precios?

Es muy difícil decirlo porque los datos oficiales dan crecimiento: la producción, el agro, la industria, incluso de la industria automotriz que es la que lidera el crecimiento industrial.. El indicador sintético de la actividad de la construcción, es el único que está dando algo peor, pero lo que dicen los datos de ventas de shoppings, ventas de supermercados, y ventas de servicios públicos, todos esos son números impresionantemente altos.

Ahora uno ahí tiene la desconfianza ¿cuál es el deflactor? ¿Es el 9% de inflación verdadero o es el 35% que muchos analistas han usado hasta ahora?

Los aumentos salariales por otro lado son del orden entre el 20 y el 28%.

Entonces uno dice “hay una economía que está muy controlada con impuestos a las importaciones, a las exportaciones” y por eso está controlada la inflación porque hay 300 y pico de productos que no dejan que suban los precios en los supermercados, y a su vez las tarifas públicas están mal determinadas, por ejemplo, con el precio del petróleo a U\$S 42.

María Dolores Benavente

Muchas gracias a todos por acompañarnos.