



Academia Nacional de Economía

## FINANZAS PÚBLICAS ORTODOXAS: UN CONCEPTO PASADO DE MODA?

28 junio de 2012

### **Ec. María Dolores Benavente**

Buenos días a todos, muchísimas gracias por estar acá.

El ciclo de 2012 tratará sobre Finanzas Públicas Ortodoxas, nos hicimos la pregunta si es un concepto pasado de moda. Porque estamos viendo lo que pasa en el mundo, las tentaciones siempre están y recordé una investigación que hizo el Prof. Lionel Rial para la Academia Nacional de Economía justamente, donde estudiaba las finanzas públicas y subdividía la historia de las finanzas públicas uruguayas en períodos de ortodoxia y períodos de no ortodoxas. Esto nos pareció un título interesante para poner.

En esta ocasión anrrancamos con autoridades. Invitamos al Ec. Porto para escuchar la opinión del gobierno y decidimos invitar a dos ex jerarcas, al Cr. Conrado Hughes, que fue director de la Oficina de Planeamiento y Presupuesto y también ocupó cargos públicos importantes, pero nos interesaba su opinión desde la OPP y al Ec. Luis Mosca, que fue Subsecretario y Ministro de Economía y Finanzas.

También destacamos hoy que nos honran con su presencia en el auditorio, dos ex Ministros de Economía: el Cr. Ricardo Zerbino y el Dr. Alejandro Atchugarry.

Está previsto, a la vez, después que termine esta charla un espacio de preguntas y luego le daremos el diploma a los nuevos Académicos de Número y Supernumerarios.

Por orden alfabético le damos la palabra al Cr. Hughes.

### **Cr. Conrado Hughes**

Gracias María Dolores, gracias amigos es un gusto estar esta mañana con ustedes. Quiero contarles esta anécdota: hace muchos años, un día el Ec. Porto fue al Banco Central a dar una conferencia de economía y el presentador era el Director de Planeamiento y en su presentación lo primero que dijo fue "quiero aclararles que no soy economista, pasé por la Facultad de Ciencias Económicas pero mi formación es en Administración y Finanzas". Recuerdo la gran sorpresa de

Porto de que alguien que iba a dirigir un evento de economía declaraba no ser economista.

De todas manera sí he dedicado mucho tiempo no a la economía sí a la política y dentro de la política a la política económica y también las vueltas de la vida me han dado la ocasión de participar en equipos de gobierno. En realidad trabajé en función gubernativa solamente un año y medio en la OPP, donde cesé a fines de agosto del año 1991, pero creo que tuvimos una participación importante en lo que en mi opinión fue el primer gobierno que empezó las transformaciones importantes, fundamentalmente en lo que tiene que ver, (sin desmerecer el primer gobierno de la democracia con Ariel Davrieux y Ricardo Zerbino, que hoy nos acompaña), con el primer gran debate sobre reforma del Estado, políticas anti-inflacionarias, redefinición de la política monetaria.

Tengo muy presente un evento de este tipo en el Banco de la República en la sucursal 19 de Junio, a los dos meses de estar instalado en el gobierno, en el año 1990, estoy hablando de hace 22 años, donde fue un honor compartir el panel con el Prof. Faroppa y quien en entonces era un novel diputado frenteamplista que pertenecía a la Vertiente Artiguista, el Ec. Alberto Couriel. Y tengo muy presente mi planteo de la importancia de la influencia de la adecuada política fiscal y monetaria para atacar el fenómeno tan duro que nos golpeaba (yo, como responsable de las estadísticas de la inflación, porque las estadísticas estaban bajo mis órdenes, tuve que anunciar la más alta inflación de 12 meses de los últimos 25 años, que fue en setiembre del año 1990, cuando alcanzaba la módica suma de 126%,).

Bueno de allí a acá ha cambiado, mucha agua debajo de los puentes, hay algunas cosas que han salido del debate y se ha encauzado con lo que se conoce con el nombre de la ortodoxia. Pero la ortodoxia va cambiando con el tiempo porque aparecen otros fenómenos.

Y hoy pese a que el gobierno del Uruguay ha tenido diversos signos políticos desde el año 1990 para acá, igualmente mantiene la ortodoxia en materia fiscal y en materia cambiaria y monetaria. Si bien no está adoptando el modelo que teníamos en aquella época, la verdad que cuando leemos en la prensa que hay preocupaciones a nivel académico o de los analistas, porque la inflación está desalineada frente a las metas del gobierno, qué pasa si miramos este reporte diario con aquel panel que tuvimos en la Sucursal 19 de Junio, porque entonces Couriel que siempre tiene muy buen sentido del humor, y que además tenía un sentimiento de superioridad de sus conocimientos económicos frente a mí, intentaba justificar que los resultados fiscales nada tenían que ver con la inflación.

Obviamente yo estaba superado y hoy vemos un mundo mucho más distinto y un Uruguay mucho más distinto también.

Yo voy a hacer dos reflexiones:

- Una tiene que ver con qué está pasando en el mundo, contarles un poco lo que he encontrado en estos días. Hoy en día tenemos herramientas extraordinarias podemos enterarnos lo que dice cualquier jerarca o académico. Esta herramienta no estaba

hasta hace relativamente poco. Pero hoy se puede recurrir a lo que expresa gente que sabe, y que está analizando este conmocionado mundo económico que lleva ya 5 años de crisis financiera. Para ello voy a utilizar y citar algunas imágenes tomadas de un discurso dicho por Jaime Caruana, el mundo hoy nos agrega nombres todos los días y para los lectores de prensa especializados en Uruguay Jaime Caruana es un señor totalmente ignoto. Sin embargo es una persona muy conocida, fue director del Banco de España, es un economista de mucho prestigio en política monetaria, pero además hoy no trabaja en España, sino que trabaja en Basilea en el Banco Internacional de Pagos (Bank for International Settlements, (BIS)). Jaime Caruana en el encuentro anual de los bancos, recuerden que el BIS, es el Banco Central de los Bancos Centrales del mundo, está en Basilea, y concretamente las palabras iniciales de Caruana son las que voy a utilizar en un análisis y ver algunas de sus reflexiones. Esto fue el 24 de junio, estamos con noticias frescas, o que están pensando. Jaime Caruana repasa la extraordinaria duración de la crisis que obviamente su comienzo no lo marca los episodios de Lehman esa semana del 17 de setiembre del 2008, sino que nos retrotrae a un año antes cuando comienza las primeras repercusiones de debilidad de algunos de los nuevos instrumentos que se estaban utilizando. Y nos dice que si bien en este período los problemas que se han producido en las economías desarrolladas o avanzadas, no han podido producir la salida de los efectos de ese enlentecimiento en algunos casos, y en otros casos directamente la recesión de algunas economías desarrolladas. Y esto hace un nuevo *mix* que inclusive ha incorporado algunas nociones, yo creo que discutibles, sobre el momento en que los emergentes pueden tener tal crecimiento o actividad económica y se puede producir lo que se conoce como un **desacople**. Es decir, economías como la europea, que está lentísima desde hace muchísimos años, la norteamericana ha estado enlentecida los últimos 5 años, y las otras economías emergentes se desacoplan, llevadas por las grandes economías muy particularmente la china, que ha pasado por períodos de gran prosperidad y ese es el caso de Uruguay.

- Lo que se está planteando ahora los Bancos Centrales hay una política relativa en temas monetarios que se ha conocido que se le ha dado el nombre Quantitative Easing: flexibilización o aflojamiento cuantitativo que significó una revisión de políticas que tenían larguísima data o que estaban universalmente a nivel de los Bancos Centrales. Yo soy un admirador de Ben Bernanke porque no soy un académico, porque él pasó 30 años estudiando qué había pasado y por qué la crisis del 29 había creado recesión, y por qué había errores en el manejo monetario central y por lo tanto se adoptó la idea de ampliar el crédito a los bancos desde los Bancos Centrales.

Este fenómeno curiosamente (o previsiblemente para los que tienen una orientación ortodoxa) de hecho duplicó los activos de los Bancos Centrales en 4 mil trillones en inglés, 4 millones de billones de dólares a 9 millones de billones, en un período de 5 años y sin embargo esa inundación de dinero norteamericano, no provocó presiones inflacionarias. Por lo cual esa prueba ha sido

pasada.

Sin embargo lo que se logró es no llegar a una depresión ni a una deflación. En economía hay dos temores: uno es la depresión y la contracción constante por largo plazo de la economía y el otro es la deflación. Los japoneses le tienen horror a la deflación y a las autoridades de los Bancos Centrales tampoco les gusta la idea de que se deprima los precios. Se admite, digamos, la contracción que aparezca propio de períodos deflacionarios. Hoy en Europa, muy claramente, y también en los Estados Unidos se dan las deflaciones de los sistemas inmobiliarios inclusive los sectores rurales, pero no la deflación interpretada como el descenso generalizado de todos los precios.

¿Qué es lo que están pensando ahora? Primero, ¿Qué es lo que están discutiendo en esa reunión de la Asamblea Anual de los Bancos Centrales?

Hay un *paper* muy interesante, que lo pueden buscar, ¿hay un límite para los endeudamientos, o la palanca puede servir y siempre producirá buenos efectos?

En esa discusión los análisis, y eso es fantástico, hay visiones contrarias.

Es decir, ha habido 70 años, 80 años de creación del saber académico en materia económica, entre Durkheim y Friedrich Hayek y sin embargo hoy en los grandes centros del pensamiento económico cuando empiezan a discutir algunos temas, terminamos volviendo a las fuentes, que en última instancia, ustedes recuerdan que durante la década del 30, Hayek criticaba duramente, y criticaba los libros a Keynes, y Keynes tenía un grupo de gente que le criticaba los libros a Hayek y en cierto momento, a partir de la década del 30 y el 40 Keynes se impuso, y se impuso hasta bien entrada la década del 80. En última instancia hoy se debate sobre Keynes y la presidente de nuestro país vecino se jacta que tiene en su equipo, a un joven economista con gran experiencia de administrar Aerolíneas Argentinas, que está aplicando políticas neokeynesianas. Lo cual demuestra que el debate perdura. Es realmente extraordinario.

Los Bancos Centrales están abocados ahora a convencer, y no está fácil, a los países que tienen que aplicar ortodoxia porque no pueden seguir comprando más títulos de deuda soberana si no hacen ajustes. A los ciudadanos no les resulta eso muy agradable. La Unión Europea, y especialmente el gobierno alemán que es quien tiene este apuntalamiento debe hacer algo frente a esos países: si usted cree que tiene un programa dígalos y expréselos bien, ustedes tienen que recapitalizarse.

Y los mercados creen que los Bancos han sido desastrosamente administrados.

### Price-to-book ratios of major banks<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Simple average across major banks: for the United States, Bank of America, Citigroup, Goldman Sachs, JPMorgan Chase and Morgan Stanley; for the euro area, Banco Santander, BNP Paribas, Crédit Agricole, Deutsche Bank, ING Group, Société Générale and UniCredit SpA; for the United Kingdom, Barclays, Lloyds, HSBC and RBS; for Switzerland, Credit Suisse and UBS; for Japan, Mitsubishi UFJ, Mizuho and Sumitomo Mitsui.

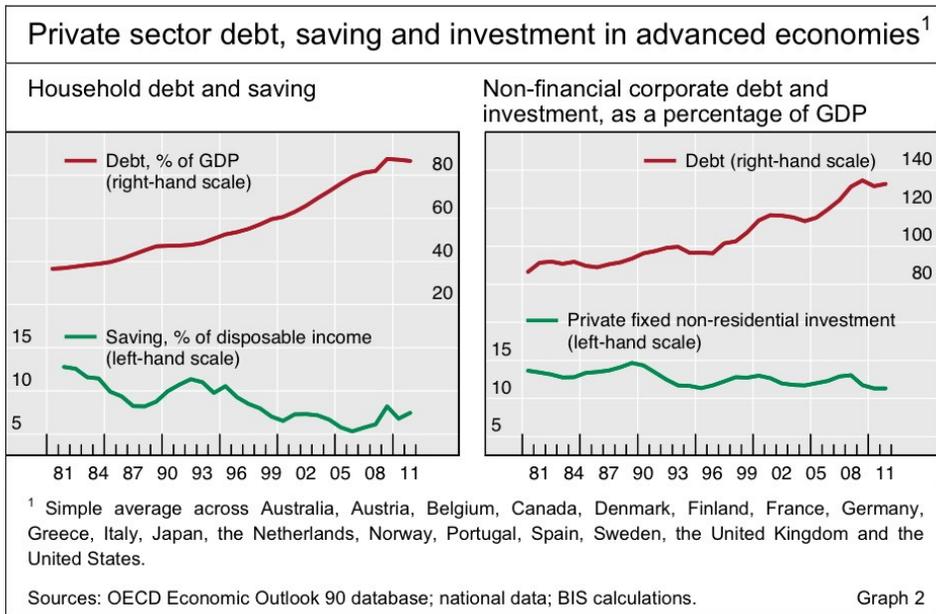
Source: Datastream.

Graph 1

Si yo les pusiera acá (señala la pantalla de su computador) las acciones de Apple veríamos cuánto mejor es considerada que los Bancos, y con esto no estoy diciendo que el negocio financiero tenga que ser igual pero estamos hablando de 20 veces de diferencia. Y además bajando sostenidamente, ya en los países de Europa están abajo en la relación del precio del valor del libro y entonces esto está diciendo que la gente cree que usted tiene activos que valen poco, ustedes están siendo irresponsables en la administración y deberán ajustarse.

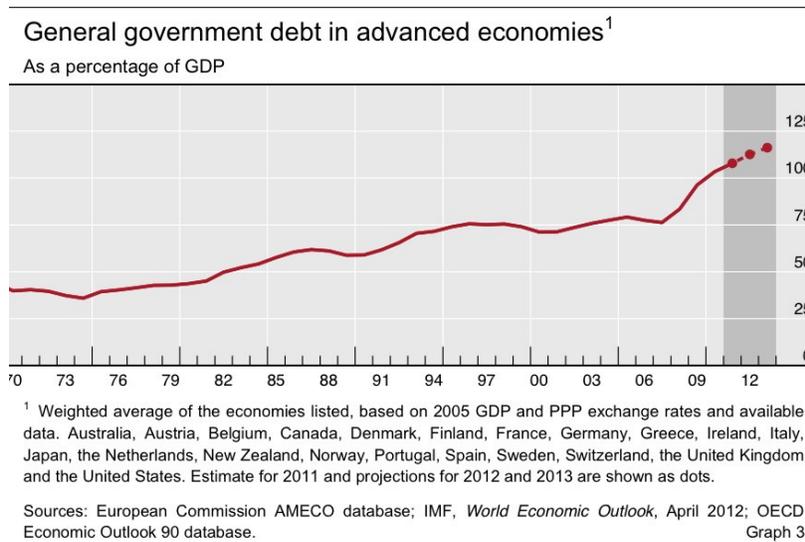
Este consejo no es fácil de dar, acá están habiendo escándalos en España al enterarse la gente de cuánto gana el ejecutivo al mando de un Banco que ha transformado una caja popular en un Banco que se llama Bankia. Y toda la discusión gira en torno a si es razonable pagarle millones de euros de indemnización a sus jefes.

Una de las opciones es que las instituciones financieras tienen que ajustarse. También ¿Qué le está diciendo al sector privado? Usted creyó que el mundo iba solo para arriba y entre otras cosas ha descuidado los principios fundamentales de la economía, la tasa de ahorro y usted se está endeudando o se ha endeudado en demasía.



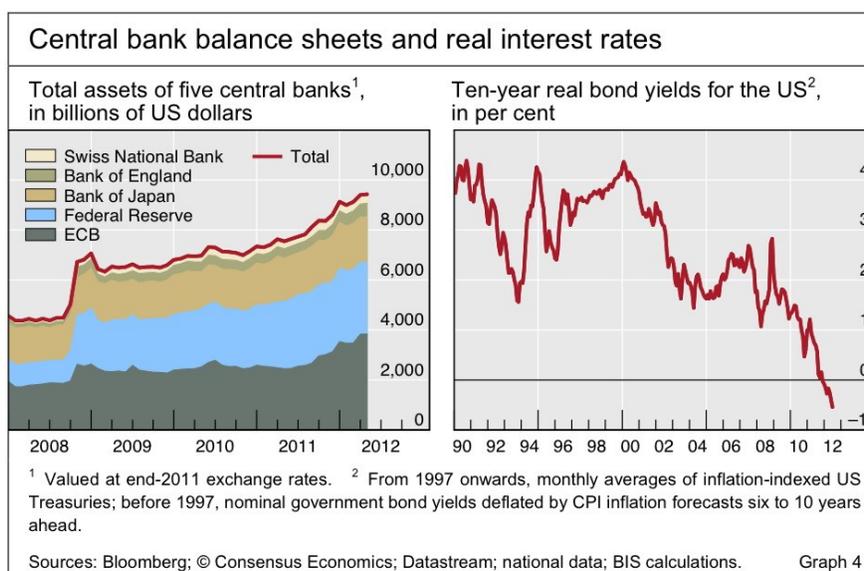
En estas gráficas se aprecia la evolución de la deuda y los ahorros de las familias, y en la segunda, la evolución de la deuda y la inversión de las empresas no financieras. La deuda crece sin parar y se detiene en el último año y medio y estamos hablando del 85 al 90% para las familias y de más de 130% para las empresas.

Lo que se les está diciendo a los particulares y a los Bancos es: señores ustedes no pueden seguir sin ajustarse, por más que yo le doy liquidez para que usted zafe de las complicaciones y usted me trae títulos de deuda y yo se los compro, pero también está diciéndole a los gobiernos: señores, la deuda que ustedes están teniendo es absolutamente insostenible y el mercado esta sospechando que usted no la va a poder pagar. Y eso explica las tasas de riesgo país en países como España.



Y finalmente vean lo que ha sido la verdad política de la fuerte crisis.

En el año 2008 el Gobierno de los Estados Unidos comienza a bajar las tasas de interés y no sólo el gobierno de los Estados Unidos, ahí está el banco de Inglaterra, el banco de Japón lo que hizo el Banco Central Europeo, por aquello que si las tasas están bajas la gente va a invertir y en consecuencia vamos a retomar el ritmo de crecimiento. Las tasas de interés internacionales han caído dramáticamente, estamos en el mejor de los mundos, vamos saliendo paulatinamente, pero obviamente, el principio de un apalancamiento es parte de los instrumentos que cualquier persona o empresa tiene para crecer. Sin embargo el producto no termina de zafar.



¿Por qué creo que no termina de zafar? Porque se trata de un problema político.

El mundo de la Academia, de las instituciones financieras, de los Bancos Centrales y del saber económico no tiene grandes debates ideológicos y nadie está discutiendo si la propiedad es privada o si la propiedad es pública, si la gestión económica debió de ser hecha por un Bonpland, o por una central de planeamiento indicativo como cuando la CIDE en Uruguay creó la Oficina de Planeamiento y Presupuesto, sino que lo que está en tema de discusión. Sacando los marginales que tienen su expresión muy mediática en los indignados que están en algunas plazas de los Estados Unidos o en España, que esos “creen en los reyes”, en tanto el capitalista está para nutrir el desplome, el resto no; el resto entiende que el sistema de la propiedad privada de los medios de producción, que los sistemas libres de precios, son la manera en que la economía produce y luego se ve el nivel de calidad de vida que se puede esperar.

Eso por lo tanto no es la discusión, la discusión es: ¿podemos continuar la fiesta?, es decir la fiesta del consumo, la fiesta de la expansión, del disfrute en los diferentes niveles de la vida, con el mínimo de esfuerzo, el ahorro del esfuerzo, del sacrificio. Esta muy claro que casi todos son partidarios de alegrías generadas, alegrías sanas, en todo el mundo. En el Uruguay basta con escuchar a un señor muy elocuente que habla muy bien, un personaje de temer, de la asociación de profesores de secundaria que dice que los profesores deben de empezar a cobrar más, que no les han aumentado nada los salarios, tienen que cobrar el doble, la escala mínima de un salario de

20 horas semanales deben de ser de \$ 21,000 y solo los “machetes” del Ministerio de Economía no entienden.

Bueno no es solo acá, hay fantásticas expresiones de la señora Primera Dama de Argentina, sobre los espacios fiscales y cómo se reparten con alegría los espacios fiscales.

En Grecia, aquello que ocurría en la vuelta anterior al partido que decían “nosotros vamos a seguir porque somos griegos y nuestra cultura así nos respalda y vamos a seguir con nuestro nivel de vida”.

En España le dieron el respaldo al gobierno de Rajoy pero ya le hicieron setenta y cinco anuncios de que nunca lo votaron. El espectro político de España protesta contra Rajoy y su ministro de hacienda. Y como si esto fuera poco los franceses le han dado gran respaldo a Francois Hollande y su primer ministro de hacienda porque “no es tiempo de ajustes, esta visto que los ajustes solo producen daño”.

Esa teoría es común entre políticos del mundo. Si no se ponen a estudiar el tema, a aprender un poco y a escuchar a los que saben por el mundo se va a pasar a un tiempo muy complicado que yo no deseo.

Muchas gracias.

## **Ec. Luis Mosca**

Buenos días, vamos a referirnos directamente a la ortodoxia, como concepto y ver si está pasado de moda. Y esta muy bien el punto porque lo primero que nos preguntamos es qué está pasando en el hemisferio occidental donde tantos países desarrollados tienen sus finanzas públicas totalmente fuera de control. Mirando eso tenemos que admitir que la ortodoxia fiscal está bien inducida en el contexto de la crisis, que también se dijo tuvo su Big Bang en Estados Unidos como nos recuerda el profesor Robert Schiller, todo comenzó con la creencia que el precio de los inmuebles no caería, pero más allá de su detonante hoy no cabe ninguna duda respecto a que la crisis sobrevino por un exceso de endeudamiento, fundamentalmente en el sector privado, en tiempos de *boom* que en Estados Unidos duró algunas décadas, y que creo que con un solo número alcanza para dar la intensidad del problema.

Se estima que la deuda global, incluyendo préstamos estatales y personales, ascendía a casi 160 billones de dólares cuando estalló la crisis financiera.

O sea groseramente estamos hablando de una magnitud equivalente a tres veces y medio el producto bruto mundial de la economía en ese período.

Entonces uno se pregunta, más allá del detonante ¿cómo era posible sostener una situación durante mucho más tiempo en virtud de la cual todo el mundo, familias, empresas y Estados, vivían sobregirados en esos niveles?. Y estaba claro que en algún momento debía eclosionar y con

esa eclosión debía sobrevenir la crisis financiera. Y finalmente es lo que ocurrió.

Hay dos autores: Reinhart y Rogoff que escribieron lo que para mí es una de las cosas más monumentales que se ha escrito en los últimos años<sup>1</sup>. Lo que hicieron fue analizar todas las crisis financieras que tuvieron lugar durante los últimos ocho siglos en el mundo y constatan como primera gran conclusión que aquellas recesiones que vienen asociadas a crisis financieras, que lo que hacen es poner fin a períodos de alto endeudamiento, son mucho más prolongadas que las recesiones cíclicas.

Las recesiones cíclicas pueden darse por ejemplo, cuando los Bancos Centrales elevan mucho las tasas de interés frente a riesgos inflacionarios y como todos sabemos, porque aplica cierto *vademecum*, en un año o más la economía recupera el terreno perdido y se vuelve a su tendencia, según el caso.

Las recesiones que vienen acompañadas de crisis financieras y que para diferenciarlas las llaman “contracción” no recesión van a requerir de muchos años para poder subsanarse y eso es lo que han logrado constatar con ese análisis comparativo.

**La recesión** es como la gripe: es algo muy común en las economías de mercado, su cura requiere un tratamiento relativamente menor y la salud se restablece en un plazo breve. Se recupera el Producto, se recupera el empleo que son finalmente las variables afectadas en este tipo de enfermedades.

En cambio **la contracción** económica es como la neumonía: es mucho más grave y en consecuencia va a requerir de un tratamiento mucho más complejo y asimismo la recuperación va a ser mucho más lenta. Porque además de caer el PBI, además de caer el empleo, se ha acumulado un nivel de deuda que se hace inabordable, hay pérdidas patrimoniales enormes, asociadas a la caída en el precio de los activos, y en general se ve seriamente afectada la solvencia de los Bancos y también de las tesorerías públicas.

Y este es, precisamente, el tipo de enfermedad que hoy enfrenta la economía internacional y cuyos efectos se han sentido y se sienten hoy con más virulencia en los países desarrollados.

Y si se llegó aquí por un exceso de endeudamiento, para salir se requiere claramente, de un proceso de desapalancamiento como nos mostraba el Cr. Hughes, proceso que se produce con cierta lentitud.

Este tipo de crisis son poco frecuentes. Desde el 30 no hubo una tan larga y devastadora. Podemos así seguir a estos autores: primero se forman las burbujas, como vimos por exceso de endeudamiento y cuando éstas se pinchan, las haciendas públicas, las tesorerías, suelen salir al rescate del sistema financiero y van a implementar complementariamente otros programas que requieren de más gasto público.

Entonces, el déficit trepa y deriva en una creciente deuda pública que llega a niveles muy elevados

---

<sup>1</sup> "This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly"

y llega un momento que los bancos tienen que salir al rescate de los rescatadores, los que habían sido previamente sus rescatadores y lo hacen adquiriendo títulos de deuda pública. Así finalmente se llega a una situación donde los hogares no pueden gastar, están en el proceso de desapalancamiento, los bancos tienen su solvencia cuestionada y no suelen prestar y las tesorerías no pueden estimular.

Entonces no hay posibilidad de cambio posible y la salida necesariamente se va a producir en cámara lenta.

Y esto ya lleva cinco años desde que comenzó.

El dato positivo en un contexto tan complicado que ese proceso de desapalancamiento ya se está produciendo y según el Fondo Monetario el balance financiero del sector privado es actualmente superavitario en las principales economías del mundo desarrollado. Aún no en los niveles suficientes; a los hechos nos remitimos.

Ante una gran contracción, siguiendo la terminología de Reinhart y Rogoff, la pregunta es para hacer frente ¿qué se requiere? Porque me da toda la impresión de que si no estamos frente a una recesión típica, la tradicional terapéutica de política monetaria y de política fiscal también va a sufrir alteraciones.

Y efectivamente es así, entonces bajo esta óptica uno se pregunta ¿qué es lo que se requiere para hacer frente a una contracción económica?

Vamos a destacar 4 puntos:

1. Está claro que a esta altura hay varios países europeos que padecen de serios problemas de solvencia del sector público y también del sector financiero. En el último reporte de estabilidad financiera del Fondo Monetario precisamente se destaca y leo “casi la mitad de los 6.5 billones de euros de deuda soberana emitida por los gobiernos de la euro zona están mostrando signos de mayor riesgo. En consecuencia, los bancos que tienen una porción sustancial de esta más riesgosa y volátil deuda financiera afrontan una creciente presión en los mercados”. Entonces, cuánto más dudas existan sobre la deuda soberana en algunos países más aumentan las necesidades de recapitalización de los Bancos. Y en este contexto la pregunta es si terapéuticas de ayuda aisladas para financiar deudas de estados soberanos o alternativamente para capitalizar Bancos como este mes tuvimos en España, si son o no conducentes, más allá si se hacen a través del fondo de solidaridad europeo, o no. Y esto nos recuerda los sucesivos blindajes que oportunamente se hicieron para salvar la situación argentina. La impresión es que deben tener una respuesta integral y que se van a requerir programas de capitalización o recapitalización de Bancos y seguramente también se van a requerir de nuevas reestructuraciones de deuda de estados soberanos porque, para decirlo en otros términos, justamente se precisa romper con esa interacción destructiva donde Bancos de dudosa solvencia adquieren títulos soberanos de países con enormes niveles de endeudamiento.

2. En segundo lugar y a tomar en consideración, además de estos enormes problemas que acarrearán muchos países de Europa en cuanto a sus niveles de deuda pública en cuanto a la situación de sus Bancos, está claro que la economía del área europea ha acumulado una importante pérdida de competitividad, lo cual lo sabemos en el contexto de una moneda común va a exigir de terapéuticas muy duras para corregir esa pérdida de competitividad. Esto es lo que el Cr. Hughes decía: inflación, caída de salarios, niveles mayores de desocupación. En última instancia, se afecta el ingreso y se afecta obviamente el nivel de bienestar de la gente. Por otro lado también sabemos, que en general las recesiones pero muy particularmente las contracciones económicas tienden a ser deflacionarias, este es justamente el infierno tan temido por el señor Bernanke y por todos los que están al frente de todos los Bancos Centrales, que es lo que explica que se hayan llevado adelante esos programas que veíamos con Connie de relajamiento monetario históricamente sin precedentes. Si es verdad que más allá de sus derivaciones, la inflación hoy no es el problema en esta parte del mundo, más bien se integra dentro del set de las soluciones. Y es muy difícil hacerlo con una moneda común y acá la gran pregunta que otros podríamos pensar es qué experiencia exitosa de ajuste inflacionario existe en el hemisferio occidental llevada adelante en democracia.
  
3. Y la pregunta que viene a continuación es ¿y la política fiscal que? Y ahí, Connie algo nos decía, y este es el tercer punto: los acuerdos de la eurozona, sobre todo estos últimos que se han llevado adelante estableciendo nuevos topes lo que han hecho es alentar políticas fiscales muy procíclicas, porque si estamos en un proceso de desapalancamiento del sector privado muy intenso y a ello se le agrega el ajuste que tiene que llevar o lleva adelante el sector público, entonces lo que puede ocurrir y efectivamente ocurre es que se profundiza la caída de la actividad, se puede ingresar en una depresión, de hecho ya está ocurriendo en Grecia y los países ante esa caída de actividad y esos niveles de deuda caen en lo que se denomina la trampa de la deuda, o sea se agrava el problema de solvencia, el sistema financiero empeora su situación, y hay una caída persistente de la actividad económica. Y nos parece buena cosa pensar aisladamente y subrayo un ajuste fiscal, por lo menos de las proporciones que se han venido manejando cuando se está afrontando una contracción económica. Bueno pero alternativamente, porque si esto lo que hace es darle más fuerza en sí a la caída, podríamos pensar alternativamente en estimular el valor del gasto público. Y la verdad con los déficit existentes y los niveles de deuda pública, que como vimos recién en las láminas que nos presentó Connie, en el promedio de los países llega a nivel de 100% sobre el Producto Bruto Interno, lo que se lograría con una inflación del gasto sería sencillamente hundir la confianza de quienes financian o solventan esos propios desequilibrios. Entonces, ¿cual es la solución? Ninguno de los dos pedales nos lleva a ningún lado. Y es que justamente el punto de nuestra opinión es que no se pueden estar planteando los debates en forma engañosa como insistentemente se lo quiere ver en muchos medios de prensa. Parafraseando a Connie, El punto no es Hayek versus Keynes, no es el quid entre austeridad fiscal y gasto público, no va por ahí, y que me disculpen algunos de los premios nóbeles más recientes. Porque hemos aprendido en estas latitudes

y tenemos experiencias muy frescas de que el plan fiscal debe de generar credibilidad y para que lo genere su base tiene que ser sustentable intertemporalmente y si no es sustentable no va haber restablecimiento de confianza. Pruebas al tanto, en la mañana le dieron al sistema financiero español, le aprobaron 130 mil millones de euros, no llegó a la tarde y la prima de riesgo subía. Esto es pensar aisladamente la solución sin integrarla y no puede haber plan fiscal sustentable si no se afrontan los serios problemas a los que hacíamos referencia: solvencia fiscal, solvencia del sistema financiero, y ajustes en los tipos de cambio reales, mejoramiento en la competitividad o como se quiera llamar. Esto insisto, los uruguayos lo sabemos bien, porque aquí presente está el Dr. Alejandro Atchugarry, y esto estuvo en la base en la salida de nuestra crisis del 2002, que precisamente requirió de salidas o soluciones en esos tres planos. Para mí no hay en estos contextos muchas opciones, en realidad veo una sola posible con moneda común, es decir cuando no hay chance de apelar al mejoramiento del tipo de cambio real por otra vía. Y creo que la subsistencia de la eurozona como unión monetaria demanda de una unión bancaria y también de una unión fiscal. Y es que de hecho una lleva a la otra porque una unión bancaria involucra seguros de depósitos y capitalizaciones, además de supervisión y mecanismos de resolución de crisis. Entonces, como las crisis bancarias son costosas está claro que para solucionarlas hay que contar con respaldo fiscal y por eso es que se sostiene que caminar en dirección de una unión bancaria necesariamente va a implicar ir dando pasos a una unión fiscal.

4. Y finalmente lo que uno debería concluir si se comparte este razonamiento es que no es precisamente la ortodoxia fiscal lo que ha pasado de moda. La ortodoxia fiscal no pasó de moda, lo que si estaría pasando de moda es pretender salvar una unión monetaria acumulando operaciones cosméticas y adoptando paulatinamente correctivos parciales. Y así por haber insistido en operaciones de esta naturaleza es que los problemas son cada vez mayores y puedo citar varios ejemplos.

Insisto: la ortodoxia fiscal en la eurozona, lo que existe hoy es una respuesta integral y nos queda la duda al final de la exposición de Connie de si finalmente se podrá caminar en esa dirección.

La verdad es que a esta altura todos nos hemos acostumbrado a que hay un estilo europeo de hacer las cosas, se actúa sólo cuando se está al borde del abismo, entonces se adapta la opción de medidas, que es como una carrera de obstáculos y en la medida que no se afrontan las cosas con las soluciones de fondo, los costos son cada vez mayores.

Pero en aras de ser positivo hoy comienza una nueva cumbre en la Unión Europea que tiene un mérito por lo menos que es poner por primera vez sobre la mesa las soluciones de fondo que hasta ahora no fueron consideradas. Hasta ahora fueron aumentos de fondos de estabilización o mecanismos similares, ahora está planteado la unión fiscal, la unión bancaria. Si se pudieran implementar soluciones integrales en esta dirección ahí está la base del establecimiento de la confianza.

Bueno dejemos Europa y vamos a ver muy rapidito porque también nos podríamos preguntar cómo se lleva Estados Unidos con la ortodoxia fiscal y claramente no se lleva muy bien, pero tiene espalda ancha, es decir Estados Unidos tiene un exorbitante privilegio que es el de poder endeudarse hasta límites insospechados, el de poder emitir la moneda que para bien o para mal sigue emitiendo y es el principal resguardo en tiempos de tormenta y hasta ahora no se ha sometido a ninguna disciplina macroeconómica que le correspondería en virtud de los niveles de deuda que tiene. Y lo que hace o hizo Estados Unidos ha sido diferir ese ajuste y si lo pudo hacer es porque tiene poder de juego ilimitado.

Ahora, a fin de año vencen las prorrogas de exoneraciones impositivas, y otra serie de medidas de esta administración y se van a tener que encargar del tema porque está claro que las finanzas públicas en los Estados Unidos, cualquiera que vea sus series, sus emisiones lo ve, distan mucho pero mucho de ser sustentables intertemporalmente y presumo que luego de las elecciones se tendrían que abocar a ello.

Ahí bastará un acuerdo entre los partidos que se ha venido posponiendo para abatir ese endeudamiento y se presume que vayan a haber reacciones. Si no hay reacción ya sabemos lo que va a ocurrir: va a presionar la tasa de interés y si sigue sin haber reacción en algún momento puede haber algún tipo de cuestionamiento sobre el dólar.

Y termino con un brevísimo comentario de las economías emergentes y creo que si que en su mayoría éstas han aprendido la lección de que el crecimiento económico sólo es posible en un contexto de consolidación fiscal de mediano plazo.

A veces cuando uno ve algunas economías, se pregunta cómo pese a lo caro que nos ha costado esta enseñanza aún se persista en algunos errores. También hemos aprendido que la consistencia de los programas fiscales requiere su ajuste a los ciclos económicos y ello es esencial para despejar cualquier duda sobre la solvencia del sector público en el transcurso del tiempo porque como sabemos el crecimiento de la actividad fiscal, en la parte alta del ciclo después acentúa los efectos nocivos asociados a la fase baja del ciclo.

Pero además de este tema del ajuste a los ciclos, preservar la austeridad es esencial porque en tiempos como los actuales y como lo viéramos también en el año 2008, el mundo desarrollado y el mundo emergente se debaten entre una desaceleración en algunos casos y hasta incipiente recesión en otros.

En verdad y para mí es lo más importante estas cosas, como decía Connie, no hay desacople, no hubo ni a comienzos de los 70, ni a mediados de los 80, ni en 2008. No hay desacople como lo no hubo en el anterior período porque sencillamente hay un solo mundo y aunque a veces se demore en manifestarse hay un único ciclo de negocios.

Muchas gracias.

## **Ec. Luis Porto**

Buenos días y muchas gracias por la invitación.

Voy a tratar de hacer tres reflexiones:

La primera sobre las ortodoxias, no voy a hacer anuncios creo que este tipo de eventos sirven para los que están allí sepan más o menos cómo pensamos lo que hoy tenemos la responsabilidad, mañana tal vez la tengan otros, de tomar decisiones. Solamente para conocernos y ver cómo razonamos.

Para tratar el tema de la ortodoxia, para simplificar el tema de ingresos y el tema de gastos y del financiamiento y cuando uno actúa sobre los ingresos del Estado, sobre el gasto del Estado, está actuando sobre una cantidad de variables de la economía.

Entonces me pregunto si nos tenemos que guiar en materia de política fiscal por la ortodoxia “seniana” del premio nobel Amartya Sen, y ver el impacto que pueden tener las políticas fiscales sobre las capacidades de la sociedad en el sentido de la libertad de los individuos y el acceso a los derechos humanos.

Me pregunto si tenemos que actuar por una ortodoxia a la Selten, otro premio nobel de economía, en términos de credibilidad de la política fiscal y la sustentabilidad frente al hecho de que sea no reversible y generar un comportamiento por lo tanto sobre el sector privado pro inversión.

O si la ortodoxia tiene que ser a la Maskin o a la Myerson, otros premios nobeles en diseño de mecanismos y cómo la política fiscal o la política económica en general tienen que alinear los diferentes objetivos que existen en la sociedad.

O si tiene que ser una ortodoxia institucionalista a la Williamson, o a la Ostrom en términos de la credibilidad de las instituciones.

O si tiene que ser una ortodoxia en términos de Stiglitz o de Akerlof en términos de desarrollo de capacidades de las firmas o del desarrollo de los individuos.

O si tiene que ser una ortodoxia en términos keynesianos o neo keynesianos para actuar sobre el ciclo.

O a la Friedman, vinculado a la política monetaria y a actuar sobre los precios.

¿De qué ortodoxia estamos hablando?

Yo sinceramente me declaro un ignorante eclético, es decir alimento mi ignorancia de todas las ortodoxias por aquello que decía que cuánto menos lee uno más daño hace lo que uno lee. Si uno lee una sola cosa se transforma en un fundamentalista de eso que es lo único que leyó y eso le hace daño a sí mismo pero también al resto.

Entonces al principio frente a la pregunta de las ortodoxias y de las modas mi primera respuesta es: soy un ignorante eclético trato de aprender de todas sabiendo, como decía Einstein y acá no voy a tratar de ser hiriente con tus expectativas respecto a Europa, que decía que todos los esfuerzos por unir sabiduría y acción o son inútiles o son efímeros

Cuando uno va a la acción y no es sencillo y mucho menos cuando uno se cree un ignorante a tantas ortodoxias como me creo. y analiza el sistema de incentivos sobre las instituciones, sobre las capacidades de la firma, pero también sobre el ciclo económico y sobre variables macro económico de corto plazo, como la inflación, tomamos todos los elementos en juego y como son muchos tenemos que tomar en cuenta, además qué hacemos con los otros instrumentos: qué pasa con la política monetaria, qué pasa con la política comercial, qué pasa con las políticas de infraestructura, las políticas productivas, porque son todos los que juegan.

Es decir, que en este punto no solamente tomamos en cuenta un elemento, la discusión de estos días ha sido clara, ha habido muchos analistas diciendo cuál debe de ser el rol de la política fiscal para la competitividad, esta bárbaro, pero ese es un elemento, la política fiscal actúa sobre todas las demás cosas.

Y por lo tanto tenemos que ser en primer lugar equilibrados y en segundo lugar ver si los objetivos son complementarios o si hay dilemas entre esos dos objetivos. Y si hay dos priorizar. Y quien fije las prioridades sea la sociedad, por lo menos por cinco años.

¿Cómo fijamos los objetivos y las prioridades?

Como cualquiera de ustedes: diagnóstico externo, diagnóstico interno, objetivos y en función del mandato de la sociedad, las prioridades.

El diagnóstico externo, creo que no por casualidad, hemos tenido excelente diagnóstico de la situación de Europa, a mí me gustaría complementarlo un poco. Todos nosotros aprendimos en la escuela con un planisferio dónde estaba occidente, oriente y Europa en el centro. Todos nosotros estamos marcados por el eurocentrismo.

Cuando uno va a China se encuentra con que el planisferio es diferente, en el planisferio está China en el centro, y nos explican que China no se llama China, se llama Chung-ku-o, China en realidad viene de un pueblito de donde Marco Polo se llevaba las vasijas.

Pero ellos se llaman Chun-ku-o y tiene dos símbolos uno que es un cuadradito con una raya en el medio que es Chun que significa centro y el otro ku-o es el símbolo de país, país del centro, país del centro del mundo. Así se llama China.

Y cuando uno va a China, yo estuve un mes estudiando el sistema económico chino y el sistema económico de producción, lo primero que se nos dice es que fueron el centro del mundo por cinco mil años, en los últimos 200 no, pero en los próximos 200 lo volverán a ser y así se lo dicen a uno.

Y cuando miramos los últimos 5, 10 años del Uruguay y miramos los próximos 10 años del Uruguay

en nuestro análisis la situación internacional en el centro está China, no Europa, en el centro está China.

Es China quien determina el incremento de los precios de los productos que exporta Uruguay en los últimos años y los que de alguna manera han permitido, gracias también a las políticas que se han seguido, la atracción de inversiones y el incremento de productividad de toda la economía pero en particular del sector agro exportador, vinculado al precio de los productos que aumentan.

En nuestro análisis de la situación internacional China recién ahora o en el primer semestre de este año empezó a sufrir algo lo que está pasando en Europa y algo significa que dejó de crecer al 9.5, 10, 10.5 para pasar a crecer 7.5, 8%.

Es decir sigue creciendo a tasas chinas, sólo que un poquito menores.

Actuó rápidamente, para mantener su tasa de crecimiento, rápidamente pero dentro del plazo, dentro del plan quinquenal 2010-2015 del gobierno chino y hoy van a ver que el modelo de política económica que sigue tiene como objetivo pasar de un modelo exportador a un modelo basado en el consumo interno, en este quinquenio. Y está tomando medidas ahora, sobre todo flexibilización de créditos y el apoyo a Pymes por lo cual ciertos analistas dicen que China en el segundo semestre pasaría a crecer a 8,5%.

¿Que significa que en términos de perspectivas? ¿Cómo nos influye a nosotros para toma de decisiones y prioridades de objetivos la política fiscal?. Tenemos un mundo, y voy a tener un pequeño matiz con Luis que si bien el mundo es uno, tiene muchos polos. Uruguay también es uno pero tiene diferentes polos, Montevideo es un polo y es bien diferente a Durazno, el mundo es uno pero tiene muchos polos y durante mucho tiempo pensábamos que era multipolar pero ahora nos damos cuenta que es interpolar. Lo que se hace en cada polo determina lo que se hace en otro polo y en los últimos tiempos lo que se hace en China determina mucho lo que está pasando en el resto del mundo a diferencia de hace 10, ó 15 años.

En este mundo el hecho de que China siga creciendo a tasas menores pero siga creciendo, a nosotros nos genera determinadas amenazas y oportunidades, oportunidades que van a seguir atrayendo capitales a la región, van a seguir viniendo porque estamos en el medio de un continente que produce alimentos. Por lo tanto van a seguir viniendo capitales a la región, no a toda la región, hay algunos países que se autolimitan pero en general van a seguir viniendo y este es un elemento a considerar.

También los precios de los productos que exportamos no necesariamente van a ir a la baja a pesar de la crisis europea. Que en realidad a pesar de la crisis europea puede haber alguna sobre oferta de productos industriales que el mundo europeo estaba consumiendo y que ahora los chinos van a tener que tratar de colocarlos en otros lados o los están colocando en otros lados y de allí las reacciones de nuestros vecinos para defender su industria.

No me voy a explayar sobre el diagnóstico europeo porque creo que hicieron un excelente diagnóstico sobre Europa y simplemente sobre Estados Unidos agregar a lo ya dicho que

efectivamente los altos niveles de endeudamiento de la economía americana y el déficit fiscal de la economía americana no hacer prever tasas de crecimiento muy superiores en los próximos años.

Por lo cual vemos que el mundo va a diferentes velocidades pero el que más rápido va es el que más nos está afectando que es China y que probablemente nos siga afectando en los próximos tiempos en forma directa y a través de nuestros vecinos.

Ese diagnóstico externo hay que cruzarlo con un diagnóstico interno, ¿Cuál es nuestra situación?

Sobre la cual tampoco me voy a explayar porque hay infinitos informes de coyuntura que salen cada 15 días.

Y a partir de allí salen los objetivos de la política fiscal.

¿Somos ortodoxos? No. Somos ecléticos. Pero en ese eclecticismo fijamos prioridades y las prioridades están dadas por el mandato de la sociedad y por la situación externa e interna que estamos viendo.

¿Cuáles son las prioridades en materia de política fiscal?

La reducción de las vulnerabilidades y de la volatilidad vinculada a las vulnerabilidades.

Esto es un elemento muy importante.

Hace un momento Luis hizo referencia al Dr. Atchugarry y la salida de la crisis del 2002. El Cr. Enrique Iglesias hizo un análisis a pedido del Dr. Tabaré Vázquez en su momento. Un diagnóstico, muy importante, para mí el más importante que yo he visto. Se analizaron 100 años del Uruguay en temas como el crecimiento y el rezago frente a esos países desarrollados, donde estaba claro que la principal causa de rezago era la falta de inversión.

Y cuando íbamos a ver por qué en el Uruguay no se invertía era por volatilidad y la incertidumbre en los precios relativos. Y cuando vamos a ver la volatilidad y la incertidumbre en los precios relativos están directamente vinculados a la política fiscal. A la credibilidad y la sustentabilidad de la política fiscal.

Por lo tanto las prioridades son la reducción de las vulnerabilidades para la reducción de la incertidumbre, la mayor credibilidad para los agentes que toman decisiones.

Vulnerabilidades que dio la sociedad en el mandato del año 2009: en primer lugar la vulnerabilidad financiera, nosotros no podemos tener un nivel de endeudamiento sobre Producto mayor al que nuestro sendero de crecimiento permite, diría el re pago de ese endeudamiento. Y eso es lo que determina el presupuesto fiscal.

El objetivo de endeudamiento sobre el Producto que tenemos para los 5 años que cambia cada año, porque nosotros tenemos un sendero de crecimiento, una proyección de crecimiento sobre la

base de nuestro crecimiento potencial es de 4% por año. Pero si crecemos 5 o crecemos 6 % aumenta la tasa de 4 y si crecemos 3 baja la tasa de 4, entonces tenemos que ir ajustando por el ciclo. Pero tenemos una proyección que es cuando se manda el presupuesto y con ese 4% por año qué es lo que podemos ser sustentables, el endeudamiento y en función de eso sale el presupuesto fiscal.

Es una cuenta muy sencillita de la cual sale cada año el espacio fiscal, hacemos un plan quinquenal pero cada año ajustamos.

Esa es una primera prioridad, la segunda prioridad es qué se hace con ese espacio fiscal y ese es el mandato de la población y es la reducción de las vulnerabilidades sociales o como suele decirse la otra deuda, la deuda con la sociedad. Y en ese sentido queda claro cuáles son hoy esas prioridades y esas vulnerabilidades sociales en la rendición de cuentas:

- Seguridad
- Educación
- Salud

Y es por eso que las prioridades en cada rendición de cuentas, una vez que uno determina el espacio fiscal se asignan de acuerdo al mandato de la sociedad.

Ese es el esquema en el cual trabajamos.

Y somos ortodoxos y cuando fijamos el espacio fiscal tenemos una ortodoxia en materia de credibilidad y sustentabilidad de la política fiscal.

Y cuando definimos prioridades en materia de seguridad, educación y salud tenemos una ortodoxia de capacidades sociales y de uso de la población al mejor goce de los derechos humanos.

Es decir no somos ortodoxos en materia de política fiscal somos ignorantes ecléticos.

Un elemento adicional es que la credibilidad también tiene que tener algún elemento de regla porque uno puede venir acá y decirles nuestra política es esta, pero ¿por qué te tengo que creer?

¿Por qué el año que viene no pueden hacer la fiesta pre-electoral?

Bueno, tenemos que ponernos reglas y en ese sentido hemos elegido dos reglas, no elegimos una regla sobre gasto, elegimos por lo que acabo de decir, y por cuáles son las prioridades, una regla sobre deuda que tomando la lógica que acabo de describir como si fuera una deuda soberana, y eso significa que nosotros tenemos un tope de endeudamiento que solamente puede ser subido por ley y eso significa que todo el mundo sabe que desde el Ministerio de Economía o cualquier otro Ministerio no se puede hacer fiesta porque tenemos un tope de endeudamiento y por lo tanto hay una regla fiscal que es sobre deuda que nos limita el gasto.

Pero vinculado a la vulnerabilidad o la volatilidad también tenemos otra regla y es que analizamos cada rubro del gasto y nos fuimos a ver cuál era el más volátil y el más volátil, el que nos genera mayor incertidumbre cada año y menor en el año, es el energético. El energético vinculado a las sequías entonces hicimos un fondo de estabilización energético.

En lugar de tener un fondo de estabilidad con una regla de gasto a la Chile, tenemos una regla de endeudamiento y un fondo de estabilidad vinculado al gasto energético que es el más volátil dentro de todas las líneas que tenemos.

Esas son nuestras dos reglas fiscales, una sobre el gasto más volátil con un fondo de estabilización y la otra sobre endeudamiento para la vulnerabilidad financiera.

Con esto no está todo resuelto, todos los días nos pasan cosas y por ejemplo en estos momentos tenemos el fenómeno de la incertidumbre que nos afecta el valor de la moneda. Y por otros momentos la entrada de capitales que nos afecta el valor de la moneda. Y los reclamos de todos los grupos respecto a la pérdida de competitividad o al tipo de cambio real y todo lo demás.

Y nosotros sabemos y tenemos claro que la política fiscal actúa sobre la competitividad. Y actúa al menos de dos maneras: una por el lado de los gastos por la demanda interna, y al aumentar la demanda interna presiona el precio de los bienes no transables, y por lo tanto la relación precios transables sobre precios no transables se deteriora. Es decir el tipo de cambio real se deteriora.

La otra, por el lado de los ingresos y las exoneraciones no tanto por la demanda sino por la proporción de inversiones sin incremento de productividad. Porque el tipo de cambio real también está determinado, no solamente por los términos de intercambio o por la demanda interna, sino por los niveles de productividad relativa de la economía entre los transables y los no transables.

Entonces cuando analizamos el impacto de la política fiscal sobre el tipo de cambio real tomamos todos los elementos en cuenta y entonces yo los invito a que miren la evolución del tipo de cambio real ajustado por productividad y se van a dar cuenta que no cae.

Por lo tanto nosotros buscamos frente a estos múltiples problemas, ir cada tres meses, en un recorrido equilibrado entre los múltiples objetivos que tenemos pero sabiendo que las prioridades están definidas luego de haber analizado el contexto internacional y el contexto regional y que esas prioridades son de reducción de las vulnerabilidades, en primer lugar la vulnerabilidad financiera tema de fundamento económico de la política fiscal y en primer lugar también la vulnerabilidad social por un tema de fundamento democrático de la política fiscal.

Muchas gracias.

## **Ec. María Dolores Benavente**

Muchas gracias a los tres expositores haciendo uso del privilegio que el Emb. Lacarte dice que tiene el moderador voy a hacer la primera pregunta.

Se habló de ortodoxia, se habló de varias ortodoxias, se habló de los problemas de oriente y occidente y la pregunta es cuando vamos a la ortodoxia más conocida que es, lo que finalmente el Ec. Porto mencionó que es cómo atarse las manos el propio gobierno mediante una regla fiscal. La regla fiscal sobre deuda es una regla razonable sin embargo tiene algunas vulnerabilidades sobre la regla fiscal sobre gasto, por ejemplo el escape inflacionario.

Nos gustaría saber qué opiniones tienen ustedes de una u otra regla fiscal.

### **Ec. Luis Porto**

Me obligas a debatir con Connie. Si tuviéramos una inflación del 135% me preocuparía pero hoy como está por debajo de 10 es un no-problema.

Nuestro problema hoy, más allá de que la inflación siempre es una preocupación por varios motivos pero en particular desde nuestro gobierno porque hemos hecho simulaciones y es el elemento que más impacta sobre los niveles de pobreza inmediatamente. Por como se mide la pobreza, con una inflación del 15% automáticamente aumentan los niveles de pobreza de Uruguay.

Pero más allá de que siempre es una preocupación, tenemos inflación de un dígito controlada, porque controlada no significa que esté dentro del rango, controlada es que sabemos cuánto puede irse del rango y el rango es una señal no es una meta. El rango meta en realidad está mal definido, no es la meta, el rango meta en realidad es una señal para el mercado.

Entonces que la inflación esté por fuera o por debajo o por encima del rango pero controlada eso significa que siempre, siempre es una preocupación pero nunca es un problema en estos niveles. Mientras que más allá de la regla sobre gastos tomando en cuenta que no tenemos un exacto control del nivel de actividad por todos los factores externos que juegan y por lo tanto del nivel de ingresos no tendríamos el exacto control con la regla fiscal del nivel de endeudamiento y por lo tanto nosotros preferimos la regla sobre el nivel de endeudamiento tomando en cuenta que la volatilidad por los shocks externos y regionales sobre el nivel de actividad y sobre el nivel de recaudación nos afectarían el endeudamiento pero no el gasto.

Entonces hoy, como decía Connie, hoy esto cambia, los problemas cambian, pero hoy en este quinquenio por lo menos preferimos tener una regla sobre deuda y no sobre gasto porque la inflación siempre es una preocupación pero hoy no es un problema pero los shocks externos y su impacto sobre la recaudación y por lo tanto el endeudamiento sí pueden ser un problema. Aunque no lo estamos previendo en el corto plazo pero es preventivo.

### **Cr. Conrado Hughes**

Yo simplemente voy a hacer un par de reflexiones, uno sobre el tema del significado real de la inflación y un segundo sobre el tema de la productividad del factor trabajo.

Con respeto al tema de la inflación, una vez el sordo González en un trabajo de investigación que

hizo a fin del año 92, es decir en el momento que el gobierno del Dr. Lacalle se comió el más brutal revolcón político que fue la derrota por ley de empresas públicas, había hecho un trabajo de tratar de interpretar la opinión pública y cómo veía el fenómeno de la gestión gubernativa en materia económica.

Recuerdo porque me había invitado y me conocía de cuando había trabajado en Equipos, hacía una presentación sobre recientes tendencias y mostraba cómo se estaba produciendo un cambio en la opinión pública a favor de cierta racionalidad en el manejo del presupuesto público y además había otra novedosísima disposición a entender que la actividad de las empresas genera bienestar, cosa que no estuvo en ningún manual de educación del Uruguay, nunca.

Y en el tema de la inflación había un público muy muy significativo a entender los nuevos parámetros sobre los nuevos paradigmas de política económica.

Entonces la conclusión del sordo era: el gobierno de la República que acaba de tener una gran derrota política está teniendo un pequeño triunfo en materia ideológica. Y ahora que han pasado 20 años de estos comentarios que yo les cuento vemos la importancia de que que había en la opinión un desplazamiento del centro de la súper estructura: se empezó a ver la importancia de administrar correctamente las finanzas públicas.

Nosotros nos aburríamos de decir y mostrar y sin embargo no era un consabido, es decir no era un valor que se tuviera que la inflación era el más duro de los impuestos a los pobres. Primero porque no estaba legislado, segundo porque no estaba acotado a una barrera y en tercer lugar porque sus efectos eran impredecibles de lo que se llamaba en aquella época “la carrera precios salarios” y normalmente iba en perjuicio de los segundos.

Y este salto de inteligencia de la sociedad uruguaya que hace que un integrante del equipo económico diga, aclare el concepto de inflación “subyacente” y que haya un esmero y un cuidado de que la inflación no pase de dos dígitos y no es por el valor mágico del número 10, sobre el que Borges escribió bastante sino porque los dos dígitos o el 10% todavía le pega a un valor entendido a la sociedad uruguaya de los 60 y 80 y es que dispara la frecuencia de los ajustes salariales automáticamente, las jubilaciones, etc. etc.

Entonces fantástico que hayamos progresado y entendamos que la variable inflación no es la única preocupación pero el haber tomado a esa variable cuando Ricardo Zerbino asume el Ministerio con 51%, cuando yo me fui de la OPP habíamos empezado a bajar, el punto más alto había sido marzo, yo me fui en agosto y habíamos tenido 127 y estábamos en 105%, cuando Luis Mosca llegó al Ministerio la inflación bajó.

El mes que me fui y lo tengo guardado y lo voy a poner en un cuadrado porque ahora tengo nietos y les voy a explicar, el día que se cruzaron los ingresos fiscales con los gastos fiscales por primera vez en 30 años, los ingresos fueron más que los gastos: fue en el mes de agosto del año 93, el año que me fui.

Después incorporamos el novedoso concepto del resultado primario.

Yo trabajé para el final del gobierno de Lacalle y para el período del Ministerio de Luis en la promoción de la inversión en el país y cuando me fui porque cerramos el programa, la tasa de inversión había llegado al 16%, pero teníamos años del 12% y alguna vez había escuchado a Ariel (Davrieux) decir que el problema era que el Uruguay tenía gente muy veterana y que los países que tenían tasas de inversión superiores al 20% y en el caso de Asia superiores al 30% era porque tenían enormes poblaciones juveniles. Yo le creí porque Ariel sabe mucho más que yo, pero con la perspectiva de los años quiero decir que durante el gobierno anterior con un conjunto de instrumentos y donde se eliminaron algunas de las espadas de Damocles que el país tenía como la reforma de la seguridad social, el Uruguay pudo poner incentivos a la inversión que existían para el sector industrial desde el medio de la dictadura y hacerlos operativos en una ley que se aprobó durante el gobierno del Dr. Batlle y que se implementó por el impulso personal de Luis Porto. Y hoy el Uruguay tiene tasas decentes de inversión que nos dan una expectativa de mediano plazo mucho mejor. Y eso es el producto de lo que algunos llaman políticas de Estado que creo yo que no están es muy difundidas en todos los estratos del gobierno pero eso es otro problema.

### **Ec. Luis Mosca**

Sobre la pregunta de María Dolores que tiene que ver con la regla fiscal yo confieso que si están las bases ajustadas al ciclo y esto es, si uno está haciendo sus números en base a lo que sería un Producto Bruto de tendencia y lo que sería un tipo de cambio equilibrio, una regla que siguiera la medición de porcentajes, que es más o menos lo más afín al mundo, hay que reconocerlo, deuda en relación al Producto si ese ajuste está hecho, no debería de conducir a algo muy distinto a que uno tenga una meta del manejo del déficit.

Como también en las cuestiones de déficit empiezan a operar cosas del tipo de déficit esto déficit lo otro, ya de por sí ponernos de acuerdo entre los economistas cual es el tipo de cambio de equilibrio porque resulta que la señora Merkel se enojó y entonces el dólar subió y vuelve hoy a bajar el precio de los commodities y eso ya es un lío. Esto denota que la regla fiscal es una regla muy importante a seguir.

Yo soy de la idea de un mundo, y no es que estuviera omitiendo lo que supone Asia, simplemente creo que hoy hay euro pánico instalado en el mundo. Y estoy seguro que los chinos al planisferio lo corrieron porque ellos miran a Europa porque de alguna manera son sus principales clientes y porque por algunas razones están recorriendo toda esta zona y creo que además esa desaceleración hizo que los metales para construir cayeran, el acero, el hierro, el cobre, cayeron un 30% y esto pegó muy fuerte en Brasil que es exportador.

Brasil hace una encuesta, su Banco Central como nuestro propio Banco Central y es muy bueno seguirlo semanalmente. La expectativa de crecimiento para este año arrancó en 3.5 y todos pensamos que era muy bueno, el año pasado fue 2.7, pensamos que del norte iban a venir cosas buenas, ya están en 2,1 en la última. Y esto es que siguen habiendo para determinados *commodities* algunos precios buenos, pero ellos son exportadores de determinados minerales, y si las cosas siguen así de complicadas y el dólar vuelve a ser el refugio que en tiempos de grandes

tormentas sabemos qué ocurre y todos de alguna forma lo sentimos.

Claro que acá no mencionamos el tema Argentina porque funciona con un motor propio la vemos que encalla y va al iceberg. Es una cuestión de tiempo y alguna cuestión nos va a plantear.

Estas son dificultades adicionales para hacer el ajuste al ciclo que está en la base de cualquier regla fiscal más allá de la variable objetivo que se establezca.

**Ec. María Dolores Benavente**

Agradecemos con un fuerte aplauso a los tres panelistas.