



## **INFLACIÓN O COMPETITIVIDAD: ¿NECESARIAMENTE UN DILEMA?**

### **Ec. María Dolores Benavente**

Muchas gracias por estar acá para saber un poco más qué va a pasar con la inflación, la competitividad, el dólar, temas por demás trascendentes.

Agradecemos a la Universidad ORT Uruguay que nos brindó este precioso salón de conferencias.

Hoy tenemos un inicio un poco particular porque queremos hacer un pequeño homenaje a uno de los primeros miembros de la Academia Nacional de Economía: el Dr. Nilo Berchesi, que ya es fallecido. Su hijo Juan Berchesi donó parte de la biblioteca de su padre, una biblioteca importantísima, con libros originales de la época, a la Academia. Así que si me permiten, este es un pequeño recuerdo. (Se entrega al Cr. Juan Berchesi un cuadro dónde se nombra la biblioteca de la Institución “Biblioteca Cr. Nilo Berchesi”)

Como recordarán, la primera mesa fue suspendida por el cambio del Viceministro de Economía que pasó a Cancillería.

Esta noche tenemos una mesa eminentemente técnica. Hemos ordenado a los expositores por orden alfabético: Aldo Lema, es conocido por todos, es columnista del Diario La Tercera, de Chile, y escribe también acá en Búsqueda, socio de Vixion Consultores y amigo de la casa, ya ha estado acá en oportunidad del ciclo del año pasado cuando hablamos de la regla fiscal. En segundo lugar, Juan Carlos Protasi, ex Presidente del Banco Central del Uruguay, consultor actualmente, y también es amigo de la Academia y Juan Manuel Rodríguez que es amigo desde hace mucho tiempo y que si bien ahora está ocupando el cargo de Director de INEFOP, le tocó en su momento lidiar con la inflación en un período bastante difícil y por eso nos pareció que era muy interesante tener su punto de vista técnico, sobre la incidencia de la lucha contra la inflación en la competitividad.

Sin más los dejo con las disertantes.

### **Ec. Aldo Lema**

Muy buenas noches, es un placer compartir esta nueva conferencia de la Academia Nacional de Economía, muchas gracias por la invitación a María Dolores, y también es un placer estar en la ORT, y recordaba cuando venía para acá que la última vez que estuve en esta sede fue en el

año 2001, proponiendo el esquema de metas de inflación incipientemente, en aquel foro que también participó Julio de Brun y ayudó, de alguna manera, a que el tema se fuera desarrollando un poco más a nivel local, y que de alguna forma del Banco Central la fuera adoptando y que vamos a ver si efectivamente, después de 12 años hoy no está en entredichos dadas las últimas medidas.

Esencialmente voy a tratar de resumir alguno de los temas que están hoy en el debate, partiendo un poco por las dimensiones de la competitividad que en general suelen vincularse al tema cambiario, tipo de cambio real, pero que van un poquitito más allá. No voy a entrar en esas otras dimensiones pero me parece importante que las tengamos presentes.

Después, como el debate está centrado en la conexión entre la inflación y tipo de cambio real, la idea es decir cuáles son los determinantes de ese tipo de cambio real. Si la idea o el objetivo es tener un tipo de cambio más alto, una mayor capacidad de competencia de los sectores transables, qué cosas se pueden hacer. Si las típicas políticas que están en debate: la cambiaria, la monetaria, los propios controles de capital o incluso las señales en materia salarial, pueden contribuir o no a elevar el tipo de cambio real o si hay que focalizarse en otras cosas.

Luego voy a cerrar con la conexión entre tipo de cambio real e inflación.

**Sobre la Competitividad**

- Llama la atención que la **competitividad** siga tan asociada a la trayectoria del Tipo de Cambio Real o peor aún al comportamiento del Tipo de Cambio Nominal.
- **Dimensión Cambiaria:** factores que impulsan un mayor TCR.
  - > Mayor ahorro fiscal.
  - > Mayor apertura de la economía.
  - > Promover la productividad del sector no transable.
- **Otras Dimensiones:**
  - > Infraestructura (transporte, puertos, aeropuertos).
  - > Capital Humano.
  - > Mejores (y más baratos) servicios de telecomunicaciones y energía.
  - > Acceso más estable y profundo a los mercados externos.

Junio 2013 Aída Lena

Primero, creo que no está de más advertir que en general a mí me llama un poco la atención que la competitividad típicamente está muy asociada a la trayectoria del tipo de cambio nominal, al precio del dólar, y en base a eso definimos si los sectores transables, los sectores exportadores son más competitivos o no. Y también muy asociado a la trayectoria del tipo de cambio real.

Por poner un ejemplo simplemente, si un país tuviera un gran aumento en productividad típicamente eso, conllevaría a una caída en el tipo de cambio real, lo que estamos diciendo es que el país perdió competitividad. Sin embargo es consecuencia de ese aumento en productividad y países que aumentan su productividad a la larga, aumentan su ingreso per cápita, van disminuyendo la brecha frente a países desarrollados y sus monedas se van apreciando y no por eso van perdiendo competitividad, todo lo contrario.

Entonces vamos a hablar un poco de la dimensión cambiaria y cuáles son esos factores que impulsan un mayor tipo de cambio real pero no quiero dejar de perder de vista que en todo debate de los últimos años, se han soslayado otras dimensiones que son muy importantes.

- Evidentemente todo lo que tiene que ver con infraestructura en transportes, puertos, aeropuertos hoy el déficit en estos aspectos en Uruguay evidentemente significa un gran déficit en capacidad de competencia.
- La discusión sobre capital humano, no voy a entrar mayormente en detalle, la pérdida de calidad en educación, y quizás también el menor desarrollo en materia de lo que podríamos llamar la ocupación más formal, ha hecho que Uruguay se haya ido quedando rezagado en términos de capital humano.
- Servicios de telecomunicaciones, energía, etc. sus falencias también han comprometido parte de la competitividad de los sectores transables.
- Y por último un acceso más estable y profundo de los mercados externos, ese es un elemento crucial para generar capacidad de competencia. Por ejemplo el Mercosur hoy uno de nuestros socios principales, el Mercosur en su conjunto, la inestabilidad macroeconómica que muchos de sus países tienen, evidentemente, significan una fuente de inestabilidad para Uruguay que a la larga le van a generar problemas, más allá del proteccionismo. O sea que hay dos partes en la historia del Mercosur y sus costos para Uruguay. Una parte tiene que ver con el proteccionismo y el quedar amparados, quizás, bajo paraguas de ineficiencias de algunos de estos países no sujetos a la competencia internacional más significativa, eso es lo tradicional. Pero además esta otra dimensión, la dimensión que por estar concentrados o sesgados a mercados muy inestables, desde el punto de vista macroeconómico, seguramente los próximos cuatro o cinco años lo vamos a ver en una inestabilidad, recrudesciendo desde Venezuela, Ecuador, Argentina, Brasil, que en definitiva van a generarnos ciertas dificultades. Por lo tanto uno pensaría que acceder a mercados un poco más estables nos facilita nuestra capacidad de competencia.

**Sobre el “atraso cambiario”**

- Por **atraso cambiario** suele entenderse la existencia de inflación en dólares:
  - Puede venir de la región, del resto del mundo o de factores internos.
  - Sin gran implicancia macro si hay inflación baja en M/N.
- Acepciones más pertinentes: aquellas que sugieren desalineamiento y/o desequilibrio cambiario.
- **Desalineamiento** cambiario:
  - Desajuste respecto a los valores actuales de fundamentos.
  - Indicadores: desempleo e inflación.
- **Desequilibrio** cambiario:
  - Desajuste con valores de largo plazo (o de equilibrio) de fundamentos.

Junio 2013 Aldo Lena

Todo este debate, también está teñido por la discusión de si hay atraso cambiario o no hay atraso cambiario. Yo acá trato de definir un poco, sobre todo para los alumnos, para los estudiantes, cómo entiendo yo el concepto de atraso cambiario y en dónde habría que poner el foco y en dónde habría que sacar un poco la atención.

En general la discusión en Uruguay, tradicionalmente, es que el atraso cambiario es la existencia de inflación en dólares, cuando el Índice de Precios de Consumo (IPC), para resumirlo, aumenta más significativamente de lo que aumenta el precio del dólar y eso a la larga ha sido entendido así.

Cuando hay mucha inflación en dólares por un largo período de tiempo se interpreta, no estoy diciendo que esté bien, se interpreta que eso es atraso cambiario.

Ahora, ese puede ser un fenómeno natural como ha existido en los últimos 10 años que puede cambiar en los próximos, pero que en definitiva tiene que ver con esa mayor inflación en dólares que puede venir de la región, que puede venir del resto del mundo o que puede venir, a veces, de nuestras políticas. O algunas políticas que en definitiva tienen que ver con mayor productividad son consistentes con mayor inflación en dólares, otras políticas que tienen que ver con manejo de las finanzas públicas, etc. que podrían amortiguar esa inflación en dólares.

No tiene gran implicancia macro que haya inflación en dólares si en general hay una inflación baja en moneda nacional. Ese es el concepto típico.

Ahora las acepciones que a mí me parecen más pertinentes en el concepto de atraso cambiario son aquellas que sugieren si hay un desalineamiento y/o desequilibrio cambiario.

En general la literatura separa los dos conceptos, muchas veces, entre desalineamiento y desequilibrio.

**El desalineamiento** es básicamente el desajuste o el valor incoherente con los niveles actuales de los fundamentos. Por ejemplo tenemos ciertos fundamentos en la economía en términos de gastos, de crecimiento, y el tipo de cambio real por alguna razón se fue quedando retrasado. Por ejemplo Argentina o España hoy, claramente España tiene hoy una situación donde para su ajuste, el ajuste de gasto que ha hecho España ha pasado de un gran déficit en cuenta corriente a un gran superávit en cuenta corriente, eso debería de ir acompañado por un cambio de precios relativos. Los precios de los no transables deberían caer relativos a los precios de los transables. Pero como tiene un tipo de cambio fijo, está dentro de un sistema monetario como el europeo, no se puede empujar ese ajuste con política monetaria o no se puede empujar con política cambiaria. O sea para el ajuste de gasto que hizo España, que está creciendo menos que sus socios comerciales, para el ajuste fiscal que ha materializado tendría que tener un tipo de cambio más alto, hay un desalineamiento, para sus fundamentos, el tipo de cambio real está bajo. ¿Cuáles son los síntomas de eso? Poca inflación y mucho desempleo. El desempleo es el reflejo en definitiva de que como hay rigidez en el mercado laboral no están haciendo los ajustes de los salarios.

En ese sentido en Uruguay no podríamos decir que hay un desalineamiento cambiario porque ni vemos un desempleo muy por encima del desempleo natural ni vemos una inflación muy, muy baja.

Pero sin embargo el segundo concepto que agrego es el de **desequilibrio cambiario**, significa que pueden estar los fundamentos desalineados de sus niveles de largo plazo y al estar los fundamentos desalineados de su largo plazo también puede estar el tipo de cambio desalineado.

Por ejemplo un país que se está endeudando mucho que tiene un déficit de cuenta corriente muy alto, que tiene una política fiscal inconsistente por el mediano plazo, que tiene un crecimiento por factores de demanda que no son sostenibles a la larga, tiene un tipo de cambio real que se ha caído, en forma consistente con esos fundamentos pero en definitiva no sostenible en el mediano plazo en la medida que sus fundamentos se van a ir normalizando.

Y es probablemente ahí dónde Uruguay puede tener algún desequilibrio cambiario, en el sentido de que varios de los fundamentos que influyen en el comportamiento del tipo de cambio real o del tipo de cambio en términos de inflación no parece que vayan a sostenerse en el mediano plazo. Uruguay desde ese punto de vista no tendría un desalineamiento cambiario pero sí tendría un desequilibrio que vendría esencialmente de este comportamiento de los fundamentos que no es sostenible a la larga.

**Sobre el “atraso cambiario”**

- Por **atraso cambiario** suele entenderse la existencia de inflación en dólares:
  - Puede venir de la región, del resto del mundo o de factores internos.
  - Sin gran implicancia macro si hay inflación baja en M/N.
- Acepciones más pertinentes: aquellas que sugieren desalineamiento y/o desequilibrio cambiario.
- **Desalineamiento** cambiario:
  - Desajuste respecto a los valores actuales de fundamentos.
  - Indicadores: desempleo e inflación.
- **Desequilibrio** cambiario:
  - Desajuste con valores de largo plazo (o de equilibrio) de fundamentos.

Junio 2013 Aldo Lema

¿Cuáles son los determinantes del tipo de cambio real?

**Los determinantes del Tipo de Cambio Real**

$$TCR = \frac{E * PT^{US}}{PNT} = f$$

Posición Riqueza País  
 Gasto Interno/PIB  
 Diferencia Ingreso Per Cápita  
 Términos de intercambio  
 Gasto Público/PIB  
 Apertura de la Economía  
 (Tamaño Sector Transable)

Junio 2013 Aldo Lema

Sacado un poco de la literatura, lo estándar: la posición de riqueza del país, la cuenta corriente, la relación gasto producto que influye en la cuenta corriente en el corto plazo, el diferencial de ingreso per cápita frente al resto del mundo, los términos de intercambio, hay un efecto por añadidura del gasto público al gasto total de la economía: si el gasto público tiene un mayor componente de no transables, y algún par de elementos más que ayudan a

que estas elasticidades sean más altas o menos significativas en valores absolutos que son la apertura de la economía y el tamaño del sector transable.

A una mayor apertura de la economía aumentos de gastos tienden a tener menor impacto en los no transables y el tipo de cambio real cae menos. Si el tamaño del sector transable es muy grande lo mismo. Se canaliza, se acomoda a un aumento de gasto interno con una mayor demanda de transables y no tiene tanto efecto en el tipo de cambio real.

Cuando el país crece más rápido que el resto del mundo el factor escaso que genera ese crecimiento es el mercado laboral, los salarios tienden a subir a la larga respecto a los países desarrollados y como en consecuencia sus monedas se aprecian como hemos visto en la historia de Corea, de Singapur, de Japón y más recientemente de Chile, lo estamos viendo con su moneda tendiendo a la apreciación.

Y en cuanto a los términos y mejoras en términos de intercambio, hay dos efectos: un efecto riqueza y uno de sustitución, la evidencia empírica suele mostrar que aumentos de términos de intercambio, si predomina el efecto riqueza el tipo de cambio real tiende a caer.

Y finalmente lo que les decía es la composición de gasto público, si el gasto público tiene un sesgo de algo más de no transables respecto al gasto promedio de la economía el tipo de cambio real por añadidura cae un poquitito más.

<b>La caída experimentada por el TCR durante la última década explicada por sus fundamentos</b>			
	2003-13	Elasticidad	Incidencia
<b>Variación Efectiva del TCR</b>			<b>-42.0</b>
Relación Gasto-Producto	+9 pp	-0.9	-8.1
Términos de Intercambio	22.5%	-0.7	-15.8
Diferencial de crecimiento	23 pp	-0.6	-13.8
Gasto Fiscal-Producto	4.3 pp	-0.7	-3.0
<b>Variación Estimada del TCR</b>			<b>-40.7</b>

Fuente: Estimaciones propias.

Junio 2013 Aldo Lema

Si uno hace esa descomposición para Uruguay, yo usé algunas elasticidades plausibles que son las que en general aparecen en la literatura de efectos de estas variables, lo que uno encuentra es que el tipo de cambio real desde el 2003 al 2013 ha caído aproximadamente 42%.

Y esa caída se explica mayoritariamente por los fundamentos. El ejercicio hecho el año pasado daba una caída del tipo de cambio real del orden del 35% y sin embargo la variación que justificaban los fundamentos era incluso mayor ,cercana a 39, quedaba algo por caer y este semestre ha caído.

En la relación gasto/producto, que significa que la cuenta corriente pasó de un superávit a un déficit, el gasto como porcentaje del producto aumentó cerca de 9 puntos porcentuales durante esta última década y explicó 8 puntos de la caída de tipo de cambio real. Los términos

de intercambio aumentaron, incluyendo alguna estimación para este año, en 22.5% eso explica por la elasticidad respectiva, una caída del orden del 15.8%, aquí hay elasticidades y semi-elasticidades.

El diferencial de crecimiento respecto al resto del mundo en su conjunto, no solo Estados Unidos sino todos nuestros socios comerciales nos muestra que Uruguay creció en esta década 23 puntos porcentuales. Eso explica una caída del orden del 14%.

El gasto fiscal por añadidura al efecto que el gasto fiscal hace dentro de la relación gasto/producto, es decir que tenemos efecto de una semi elasticidad (diferencial) por su componente no transable y es del orden de 3 puntos porque el tamaño del gasto público subió básicamente de 25 puntos aproximadamente a 29.

Por lo tanto el tipo de cambio real no está desalineado, está alineado a su fundamento pero puede estar en desequilibrio. Podría estar en desequilibrio porque parece insostenible que la cuenta corriente se vaya a sostener al 5, 6% de déficit sobre todo en un escenario de menores flujos hacia América Latina de financiamiento.

En la medida que haya un repliegue en el financiamiento, lo que tendríamos es una menor capacidad de financiar ese exceso de gasto.

Los términos de intercambio también: hemos estado con los mejores términos de intercambio en décadas y ante cambios del entorno externo, ya están cayendo los términos de intercambio en la región y es más, han empezado incipientemente a caer los términos de intercambio que vienen fuera de la región en la medida que el dólar se fortalece a nivel global y los precios de los *commodities* empiezan a caer.

Todavía los bienes, los alimentos, la canasta más relevante para Uruguay no ha caído significativamente y sí otros indicadores un poco más adelantados como los metales, etc, que anticipan que estaríamos en el principio del fin de este súper ciclo de *commodities*.

Y evidentemente que parece hoy difícil sostener aumentos de la relación gasto fiscal al producto hacia adelante. Por lo tanto lo más probable es que si uno normalizara todas estas variables lo que emergería es un tipo de cambio real más elevado.

¿Puede la intervención esterilizada afectar el nivel de Tipo de Cambio Real?

- En el largo plazo, la **intervención** es esencialmente **neutral** en la determinación del TCR.
- En el **corto plazo** algo puede influir, pero sólo en forma marginal y con costos que pueden ser considerables:
  - En el balance del Banco Central o de la Tesorería (en el bolsillo del contribuyente!!)
  - En la reputación de la política monetaria.
  - En la estabilidad económica del país (ataque especulativo).

En escenarios de desborde inflacionario, con expectativas desancladas, o con sobrecalentamiento, la “defensa” de determinados “objetivos cambiarios” acentúa el problema inflacionario, sin ganancias “reales” de competitividad,

¿Qué se ha hecho o qué consecuencias ha tenido desde el punto de vista del manejo más de corto plazo?

Acá vemos lo de largo plazo, sobre esto si uno tuviera que resumir qué cosas hacer para tener un tipo de cambio real más alto en el largo plazo, no como parámetros de los analizados, pero sí como factor que amortigua: la apertura comercial. Tratar de ir aumentando el tamaño del sector transable ya que ello, en forma transversal a muchas de las otras variables da una mayor productividad a los no transables, para tener una mayor capacidad de competencia de los transables, yo tengo que tener flexibilidad en los no transables: que los costos salariales ante shocks adversos sean lo suficientemente flexibles para ajustar por precio y no por cantidad.

Y de manera que eso facilite, un poco lo que ha pasado en Estados Unidos, Estados Unidos ha podido devaluar, ha podido expandir el dinero, no ha tenido influencias inflacionarias por una alta flexibilidad en el mercado laboral y en los salarios. A pesar de la magnitud de la crisis y del aumento inicial del desempleo, el desempleo ha empezado a caer.

En el corto plazo ¿se puede empujar, se puede hacer algo de corto plazo para suavizar o impulsar algunos de estos ajustes?

Uno es o ha sido intervenciones esterilizadas, la verdad que en el largo plazo la evidencia es contundente: las intervenciones son esencialmente neutrales en la determinación del tipo de cambio real y por tanto en la capacidad de competencia.

En el corto plazo algo se puede influir, ahora es más bien marginal esa influencia y con costos en general que se reconocen bastante considerables, primero en el balance del Banco Central a quien hemos visto descapitalizarse año a año. Y así ocurre para muchos Bancos Centrales en América Latina, por las pérdidas cuasi fiscales que al final ameritan una capitalización, es decir que del bolsillo de todos sale un aporte para esas pérdidas que tiene el Banco Central por su intervención.

Quizás el único ejemplo hoy es Chile que ha renunciado a intervenir durante los últimos 10 años, sólo ha tenido un par de episodios de intervención, y ha minimizado definitivamente de esas pérdidas cuasi fiscales.

Lo segundo es la reputación de la política monetaria porque de alguna u otra manera el focalizarse en el objetivo cambiario a veces significa subordinar la inflación y la política monetaria también queda subordinada al manejo cambiario.

Y lo que creo que pasa a veces más desapercibido es la capacidad que tiene la intervención de aumentar los ataques especulativos. En definitiva si yo pongo una especie de seguro del tipo de cambio, éste va a ir cayendo gradualmente como ocurrió en la última década. Al final, lo que eso hace más bien es acentuar la llegada de flujos. Si me dan un seguro y si no veo los activos caros en dólares, si me van suavizando esa intervención, me abren una ventanilla,



gradual a lo largo del tiempo con estas intervenciones. Se podría definir como un miedo a flotar y ese miedo a flotar al final va a terminar influyendo como una especie de imán que genera mayores flujos y no menores.

Entonces en general lo que ha pasado en el caso de Uruguay es que hemos tenido un desborde inflacionario durante un largo tiempo, las expectativas se han desanclado y sistemáticamente el Banco Central ha perdido reputación, ha perdido credibilidad, en defensa, tal vez, de ciertos objetivos cambiarios que no necesariamente nos han dado ganancias reales de competitividad.

¿Puede la política monetaria afectar el tipo de cambio real? Es parecido a lo comentado con la política cambiaria. La verdad es que a veces uno dice: si tiene tasas de interés más bajas eso me ayuda a tener un tipo de cambio real más alto. La verdad es que para tener tasas de interés más bajas lo que tengo que tener es un gran contrapeso, un gran ajuste fiscal o mucho ahorro.

Chile entre el 2004 y el 2008 ahorró casi 22, 23 puntos del producto de superávit que le permitió validar tasas de interés bajas y por esa vía tener un tipo de cambio real más alto pero el tema de fondo fue la política fiscal.

Y al revés: un escenario de tasas de interés bajas en términos reales no justificado por una política fiscal que actúe como amortiguador, al final es un inductor de gastos muchas veces que termina presionando al tipo de cambio real a la baja, sobre todo por su presión en los no transables.

La política monetaria la contribución que debería hacer es tener la inflación baja y eso sí sabemos que favorece la competitividad y la eficiencia de la economía y puede llegar a corregir algún desalineamiento cambiario de corto plazo. En el muy corto plazo, pero con una condición que a veces nos olvidamos y que es importante tener en cuenta, puede haber algún espacio para hacer política monetaria y empujar en la dirección de la corriente que van los fundamentos hacia el tipo de cambio, si hay credibilidad en metas y en objetivos. Por eso siempre es muy importante preservar la credibilidad en las metas y en los instrumentos a lo largo de todo el período. De todo el período que se está haciendo política económica, porque eso favorece para tiempos más adversos. Eso es lo que le permitió a Bernanke dar credibilidad, a los objetivos y cuadruplicar la base monetaria en dos años. Primero la duplicó en seis meses y después la cuadruplicó al cabo de dos años y las expectativas de inflación estaban siempre al 2%. Eso es una credibilidad ganada con el tiempo que permite luego hacer en el corto plazo sintonía fina. Un poco lo mismo hoy está pasando en Chile, y en menor medida, quizás en Perú.

¿Pueden los controles de capital afectar el tipo de cambio real?

Los controles esencialmente lo que buscan es ganar autonomía monetaria, sostener las tasas altas, si es necesario, estar ajustando la economía minimizando las intervenciones cambiarias y sobre todo minimizando las pérdidas cuasi fiscales.

La evidencia acá también es bastante contundente, Chile usó 10 años este esquema y toda la evidencia que construyó en esos 10 años fue de gran frustración sobre los efectos de tema de los controles, al punto que en los 10 años siguientes no los utilizó o no los ha utilizado desde el '98. Primero porque esa ganancia de autonomía es marginal tiene muy poco impacto sobre el

total de los pasivos externos sobre todo el déficit en cuenta corriente; puede afectar algo de composición pero no necesariamente el total y no afecta al final los fundamentos de largo plazo del tipo de cambio real. No altera tampoco su trayectoria de largo plazo y además porque generalmente hay mal *timing* con este tipo de cosas.

Y Uruguay quizás es un ejemplo de nuevo. Lo fue Chile, Chile puso sus controles más fuertes en el 97 y los últimos controles fuertes de capitales de Chile fueron introducidos entre junio y julio del 97 y el baht tailandés estaba empezando a devaluar a principios de julio y vino la crisis asiática y a los seis meses tuvo que empezar a retirar muchos de esos controles que se habían introducido porque no era que sobraban dólares sino que faltaban.

El *timing* y los costos. Recién el Banco Central estuvo en Washington, ahora en abril, reconociendo que esa discrecionalidad en mover esas perillas en los controles de capitales, habrían tenido en Brasil costos reales en crecimiento y en actividad.

**Inflación y Tipo de Cambio Real**  
**¿Hay Dilema?**

$$\hat{TCR} = \hat{PT} - \hat{PN}$$

$$\hat{P} = \Omega \hat{PT} + (1 - \Omega) \hat{PN}$$

$$= \Omega \hat{PT} + (1 - \Omega)(\hat{PT} - \hat{TCR})$$

$$= (\Omega + \hat{PT}^{US}) + (1 - \Omega)(-\hat{TCR})$$

En el l/p, bajo flotación :  $E = f(M)$  o  $E = f(i)$

Junio 2013 Aldo Lima

Esta diapositiva es simplemente para cerrar con la idea que dado que el tipo de cambio real es la diferencia entre la inflación de transables y la de no transables, por lo tanto hay un vínculo porque la inflación también es una combinación de los precios de los no transables y los transables.

Por lo tanto puede rearmarse esa ecuación y poner la inflación en función del tipo de cambio real, estas son dos identidades.

Entonces a la larga la inflación va a ser la devaluación esperada más la inflación en dólares, más (1 menos omega), donde omega es la participación de los transables en el IPC, menos la variación del tipo de cambio real.

Típicamente cuando hay presiones a la baja en el tipo de cambio real cuando esto tiende a ser negativo, menos por menos nos da muy positivo y por lo tanto si nosotros estamos haciendo una política cambiaria inconsistente ya sea porque estamos fijando el tipo de cambio o porque estamos haciendo una política cambiaria inconsistente que es exagerada para la inflación de transables o para la caída de tipo de cambio real implícita, al final la inflación es la que termina haciendo el ajuste.

Y eso es lo que hemos visto en los últimos años en Uruguay y también en otros países que han tenido inflación alta, como Argentina y demás.

Ahora esto está empezando a cambiar y como consecuencia la sintonía fina pasa ahora por identificar que esta variable aquí no necesariamente va a caer más dados los fundamentos que veíamos previamente y que eventualmente vamos a empezar a tener inflación externa.

Por lo tanto se podría administrar el tipo de cambio ya sea en su intervención híbrida, la que tenemos en el Uruguay con la política monetaria como ahora, que hemos pasado de fijar el tipo de cambio, de recoger la influencia en el tipo de cambio de la tasa de interés, ahora vamos a recoger en el tipo de cambio la influencia del dinero.

Va a ser una mezcla entre estas dos cosas, vamos a ver bien cómo se instrumenta por parte del Banco Central.

Pero lo concreto es que a la larga no hay un dilema entre inflación y tipo de cambio real. El tipo de cambio real está determinado por los fundamentos, la inflación está determinada por aspectos que tienen que ver fundamentalmente con la política monetaria y la política cambiaria.

Y si la política monetaria y la política cambiaria van contra esos fundamentos que apuntan en cierta dirección de la evolución del tipo de cambio real, vamos a tener un resultado en inflación que no va a ser el deseado.

Toda esa política monetaria o cambiaria está construida para que tenga efectos significativos en el corto plazo, no en el largo, sobre la base de credibilidad, de reputación, de políticas que son creíbles y eso yo creo que es algo que nos está costando hoy en Uruguay.

**Consideraciones Finales**

- La inflación reflejó la expansividad de la política monetaria (cambiaria) y el desanclaje sistemático de expectativas.
- Política monetaria-cambiaria es incapaz de resolver problemas estructurales de desempleo, competitividad o crecimiento.
- Una inflación baja y estable es el mayor aporte que, a la larga, puede hacer la política monetaria-cambiaria al crecimiento y competitividad de un país.
- También tiene cierta capacidad de suavizar el ciclo en el corto plazo, con expectativas ancladas, políticas creíbles y la economía lejos del pleno empleo.
- En el largo plazo, no hay dilema entre inflación y TCR, pero a mayor inflación, mayor ineficiencias en la economía.

Junio 2013 Aldo Lima

Para terminar: en parte como resultado de esas políticas monetarias y cambiarias que de alguna manera no impidieron que el ajuste del tipo de cambio real se hiciera a través de esas variables, éste se terminó realizando finalmente por el lado de la inflación. Y además llevó a un desanclaje sistemático de las expectativas.

Entonces, con expectativas desancladas por ejemplo, voy a introducir el tema salarial aquí, con expectativas desancladas en definitiva los trabajadores van a incorporar en su proceso de

fijación de salarios esas expectativas que están hoy en 8%. De modo que pensar, o proyectar que la inflación podría caer en los próximos meses porque los salarios reales crecen acorde con la productividad es utópico.

Este es un concepto que en general en el debate público, creo que no está lo suficientemente asentado.

O sea: si llegamos a negociaciones salariales del Consejo de Salarios con expectativas entre 8, y 9% de inflación, probablemente eso es lo que se va a incorporar en el proceso y como consecuencia de eso, más allá que los salarios reales puedan crecer con la productividad si luego monetariamente se validan esas expectativas hacia ahí va a converger la inflación a esos valores.

Las políticas monetaria y cambiaria, las junto porque obviamente están muy conectadas, al final son incapaces de resolver problemas estructurales de desempleo, competitividad o crecimiento, eso es pedirle peras al olmo. No viene por ahí la mayor capacidad de competencia del país.

Lo mejor que se podría hacer es tener una inflación baja y estable, ese es el mayor aporte de las políticas monetaria y cambiaria.

Ahora, la política monetaria y cambiaria si tienen algún efecto, alguna capacidad de atenuar el ciclo del corto plazo, para eso se necesita tres cosas: expectativas de inflación claras, políticas creíbles, y tercero que la economía esté lejos del pleno empleo.

Es decir la curva de Phillips de alguna manera nos permite hacer política monetaria o cambiaria, es decir aprovechar esa no neutralidad de corto plazo, si estamos transitando en una etapa de desempleo mayor que la tasa de natural.

En el largo plazo no hay dilema entre inflación y tipo de cambio real, el tipo de cambio real está determinado por esos fundamentos: productividad, gastos en la economía, tamaño de la relación gasto producto, la política fiscal, el grado de apertura de la economía y otras variables que mencioné incluido el diferencial de crecimiento que es un reflejo del diferencial de productividad.

Sin embargo mayor inflación sí nos puede llevar a ciertas ineficiencias de la economía que afecten nuestra capacidad de competencia.

Muchas gracias

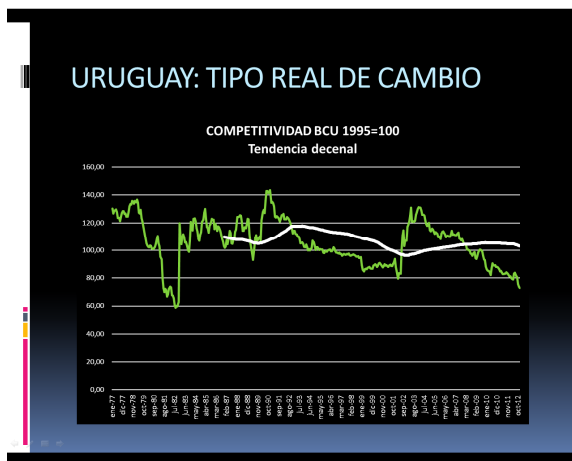
### **Cr. Juan Carlos Protasi**

Buenas noches, muchas gracias por la invitación de la Academia Nacional de Economía.

Voy a tratar de resumir un poco algunas ideas respecto al tema de la competitividad y de la inflación. Hay algunas preguntas que me he formulado que es lo que mucha gente se pregunta:

- Si la pérdida del poder adquisitivo del dólar en el Uruguay es reflejo de su caída a nivel internacional o es por factores internos,
- Si la pérdida de competitividad que eso provoca refleja un ajuste en el tipo de cambio de equilibrio o una situación de desequilibrio por la política del gobierno
- En tercer lugar, si Uruguay padece de una enfermedad de la especie de enfermedad holandesa. Si es así, ¿Cómo se enfrenta?

Analizaré también la pérdida de credibilidad en la moneda local y su impacto en la competitividad y si las medidas recientes son suficientes para corregir el problema que nos ocupa.



En primer lugar podemos ver la evolución del tipo de cambio desde enero del 77 hasta 2013. Vemos una tendencia de volver al equilibrio que sería el 100% y que yo creo que nos estaría proponiendo la paridad de poderes de compra.

Es decir que la paridad de poderes de compra lo que está diciendo es que los precios se arbitran internacionalmente si no hay restricciones comerciales, se arbitran los precios internacionales. El famoso índice de la hamburguesa Mc Donald trata de medir justamente eso.

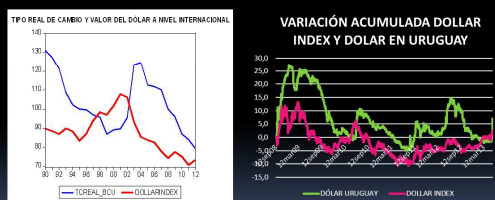
Vemos acá que estamos bastante cerca de ese 100% o sea que la paridad de poderes de compra a la larga parecería que de alguna manera se cumple.

O sea que hay una especie de tendencia que vuelve a su equilibrio en algún momento. No podemos pensar que el tipo de cambio se mantenga sistemáticamente fuera de su equilibrio. En algún momento eso corrige.

Ahora, simplemente una precisión respecto a la competitividad y tipo real de cambio porque en realidad su vínculo no es mecánico, como explicaba Aldo. Podemos tener una mejora de productividad y tener una pérdida de tipo real de cambio. Pero si suponemos dada una tecnología entonces una apreciación del tipo real de cambio produce una pérdida de competitividad y viceversa.

¿La caída del dólar en la plaza local se puede asociar a factores externos?

## DÓLAR EN URUGUAY A LA LARGA AJUSTA AL VALOR DEL DÓLAR EN EL MUNDO

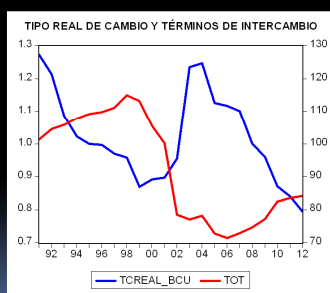


Acá tenemos dos gráficos, uno en el cual medimos el tipo real de cambio del valor del dólar a nivel internacional y una serie de 20 años donde se puede ver claramente que el tipo de cambio real en el Uruguay estuvo cayendo sistemáticamente hasta el año 99 y a partir del 2000 aumentó un poquito, pero si vemos la evolución del dólar a nivel internacional ya se había recuperado mucho antes. Finalmente Uruguay tuvo que hacer su ajuste y lo hizo con una proporción mucho mayor de lo que fue el ajuste del dólar a nivel internacional.

Y si miramos la evolución del dólar en el corto plazo y el dólar en el Uruguay, hay una especie de paralelismo aunque no está totalmente sincronizado.

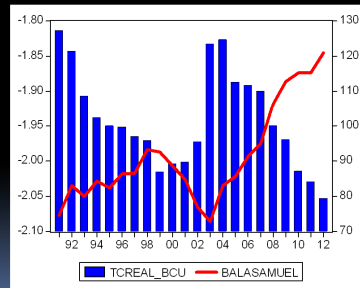
La idea que quiero dar con esto es que en realidad el valor del dólar está relacionado con lo que está pasando con el dólar en el mundo.

## TÉRMINOS DE INTERCAMBIO



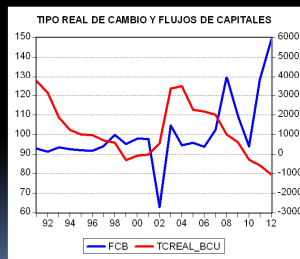
Los términos de intercambio también inciden ya que la mejora de los términos de intercambio produce un efecto riqueza dominante como decía Aldo Lema.

## EFECTO BALASSA-SAMUELSON



Y tenemos después el efecto Balassa – Samuelson de que las mejoras de productividad del país con relación al resto de los socios se transmiten con un efecto negativo en el Tipo de Cambio Real. Yo estimé el efecto Balassa – Samuelson con los socios más importantes y ahí claramente hay una relación negativa.

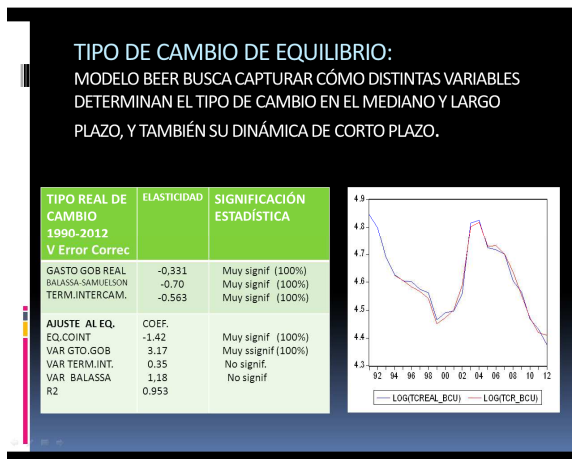
## FLUJOS FINANCIEROS NO RESULTAN ESTADÍSTICAMENTE SIGNIFICATIVOS EN LAS VARIACIONES DEL TRC



El cuarto aspecto de las consideraciones externas tiene que ver con los flujos de capital. Los flujos de capitales en algunos momentos puntualmente tienen un impacto en el tipo real de cambio y esto es por un exceso de gasto: la economía se acostumbra a tener un gasto mayor respecto a su Producto y eso se financia con capitales del exterior.

Por ejemplo nosotros ahora tenemos un ingreso de capitales de 11 puntos del Producto. De esos 11 puntos del Producto 5 son inversión extranjera, 6 puntos son flujo de capitales básicamente de corto plazo. Donde esos flujos de capitales se reviertan nos quedamos con la mitad del sustento. Entonces esto que ha pasado en la historia, que nos han dejado “agarrados del pincel”, por decirlo de alguna manera, ha tenido que ser corregido por el lado del tipo de cambio.

Nos preguntamos ahora: ¿La pérdida de competitividad refleja un ajuste en el tipo real de cambio, de equilibrio reflejo de los desequilibrios macroeconómicos atribuibles a las políticas de gobierno?



Hay varias formas de estimar el tipo de cambio de equilibrio, uno es con la paridad de poderes de compra, otro es del tipo de los fundamentos que utiliza modelos de equilibrio general y demás donde resultan este tipo de parámetros que mencionaba Aldo, y luego tenemos este tipo de modelo donde se va viendo realmente a lo largo del tiempo, cómo se va ajustando el tipo de cambio y algunas variables fundamentales, todas ellas exógenas. Esto es algo bastante complejo donde se trata de capturar las distintas variables que determinan el tipo real de cambio y además la dinámica de ajuste en el corto plazo.

Es lo que hacen generalmente los Bancos Centrales alrededor del mundo. He tenido oportunidad de trabajar con esto en Kazajistan, en Centro América. También se aplica en el Banco Central de Chile, en el Banco Central de Uruguay, en fin en una serie de entidades y en el Fondo Monetario ni que hablar.

Yo hice una estimación para 20 años . Las variables que inicialmente probé fueron el gasto del gobierno real, el efecto Balassa – Samuelson, niveles de intercambio, los flujos de capitales, el coeficiente de apertura de la economía, los activos financieros netos.

Lo que resulta realmente significativo son estas tres variables: el gasto global real con elasticidad de 0.3, el efecto Balassa – Samuelson con 0.7 y los términos de intercambio con 0.5.

El ajuste del modelo se ve en el gráfico de al lado donde claramente hay una correlación bastante buena. Todos los test de cointegración fueron favorables y lo interesante es que la variable que va ajustando el tipo real de cambio es la variación del gasto del gobierno.

¿Qué podemos interpretar? ¿A qué se puede atribuir entonces la caída del Tipo de Cambio Real?

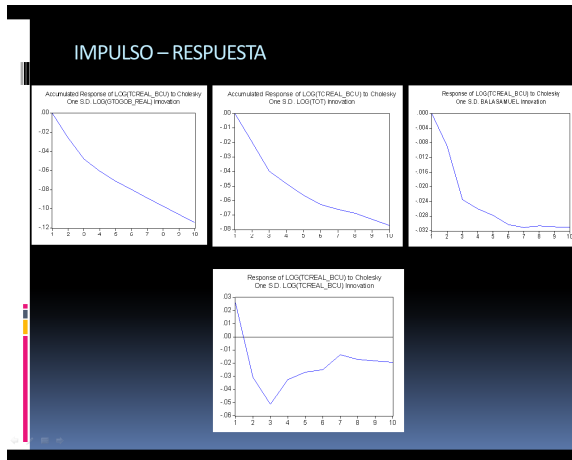
- El *boom* de los precios de los *commodities* mejora el ingreso disponible que induce al aumento del gasto, el efecto riqueza. En transables se licúa por la cuenta corriente, por el aumento de importaciones y en no transables hace subir el precio de los no transables y hace caer el tipo de cambio real.
- La mejora de la productividad, que es lo que ya hemos hablado, primero el aumento de productividad se refleja en aumento de salarios, en los sectores transables, y eso hace que la fuerza de trabajo se mueva de los sectores no transables a los sectores transables y eso provoca un exceso de demanda en los sectores no transables que



hace que también los salarios, en los sectores no transables aumenten y ello se traslada luego a los precios (*mark up*) lo que hace caer el tipo real de cambio.

- Por último, una política fiscal o monetaria expansiva que aumente el gasto público va a bajar el tipo de cambio por el efecto de los precios no transables.

Estas son las principales determinantes del tipo de cambio real que yo he encontrado en estos 20 años.

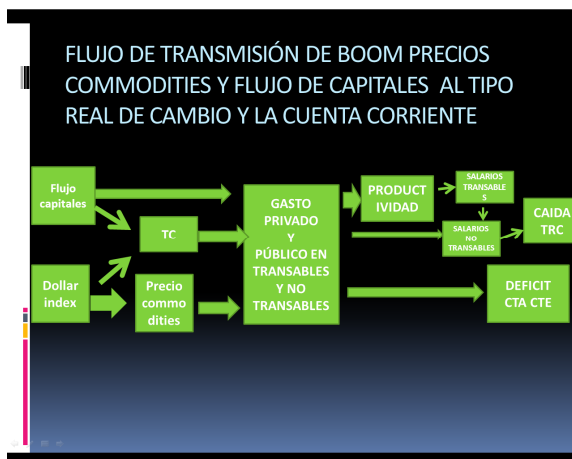


Acá tenemos el impacto del impulso respuesta de cómo incide un aumento del gasto del gobierno real, un aumento acumulado en 10 años, se ve que ahí el tipo real de cambio pierde, más o menos un 11%.

Lo mismo con los términos de intercambio, pero ahí pierde mucho menos entre 7 y 8%, y el efecto de Balassa – Samuelson que es el que ejerce menos efecto, tiene un 3%.

Pero lo interesante de esto es que el tipo real de cambio tarda más o menos 10 años en volver a su equilibrio y eso lo muestra el cuarto gráfico.

Esto se encuentra en varios países.



Para ver un poquito el esquema de cómo se trasmite el *boom* de precios, de *commodities* y flujos de capitales en el tipo real de cambio. Es decir el flujo de capitales no es una variable que haya influido en el tipo de cambio directamente, pero sí lo hace indirectamente.

Porque el flujo de capitales afecta al tipo de cambio y el dólar índice afecta el tipo de cambio y los precios de los *commodities*.

Pero a su vez el flujo de capitales afecta el gasto privado porque financia la inversión, entran capitales, se hacen las inversiones, aumenta la productividad en los sectores transables, aumentan los salarios transables, contagian a los no transables, y a su vez el dólar índice incide en los precios de los *commodities* que van al gasto.

Es decir, es todo como una gran rueda que termina en caída del Tipo de Cambio Real y Déficit en Cuenta Corriente.

¿Estamos frente a un tipo de enfermedad holandesa? ¿Cómo se enfrenta?

La enfermedad holandesa originalmente se planteó para los países productores de petróleo o de gas natural, se le llamó así cuando Holanda, allá por los años 60 descubrió pozos de petróleo, que destruyó la producción de Holanda.

O sea todo el dinero entraba por el petróleo, todo era producción de petróleo y el resto se liquidó. Esto pasa en todos los países petroleros pero también pasa en países mono productores agrícolas, como es el caso de los países que producen café como Colombia y algunos países de Centroamérica.

Y ahí pasa lo mismo, hubo un terremoto en Guatemala por mediados de los 70, eso liquidó el café de Guatemala, más una sequía de Brasil y como la demanda de café seguía alta, subió el precio del café y todos los países de Centroamérica experimentaron un *boom* a raíz de eso.



¿Cómo se manifiesta la enfermedad holandesa?

De este modo: las exportaciones agrícolas, por ejemplo, en nuestro país, en el año 2005, estaban más o menos en un 10% del total y ahora estamos en un 30%, es decir las exportaciones agrícolas en términos porcentuales se triplicaron.

Entonces, las no agrícolas cayeron de 90% a 70% del total. O sea que la producción agrícola fue desplazando la producción no agrícola.

## PRODUCCIÓN DE SECTORES TRANSABLES NO AGRÍCOLAS PIERDEN PARTICIPACIÓN

SECTORES	Tasa de crecimiento prom % participación			
	2009-2012	2006-2008	2009-2012	2006-2008
<b>Actividades Primarias</b>	<b>3,2</b>	<b>-0,9</b>	<b>8,1</b>	<b>9,4</b>
Cultivos Agrícolas	7,1	3,5	2,6	2,4
<b>Industria Manufacturera</b>	<b>0,9</b>	<b>7,1</b>	<b>15,4</b>	<b>17,1</b>
Ind Textil	-10,9	-2,2	0,9	1,8
Minerales No Metálico	-4,4	0,9	0,3	0,5
Metálicas Básicas	1,0	6,3	1,5	1,8
Automotriz	-7,6	10,2	0,4	0,5
Prod. De Madera	3,7	37,3	3,2	2,0
Resto Industria Manufacturera	1,9	3,6	10,6	12,3
<b>NO TRANSABLE</b>	<b>6,6</b>	<b>5,7</b>	<b>76,5</b>	<b>73,5</b>
<b>PBI</b>	<b>5,4</b>	<b>5,9</b>		

Y esto lo vemos en los indicadores de Producto. Tenemos acá, dos períodos 2006-2008 y 2009-2012.

Se observa que la industria manufacturera creció entre 2006-2008 7.1%, y entre 2009-2012, 0.9%.

Su participación en el Producto cayó de 17.1 a 15.4.

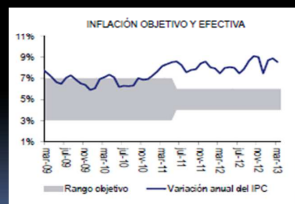
Si miramos dentro de la Industria manufacturera vemos que la Textil fue una de las más afectadas, los Minerales no metálicos también, todas estas industrias que estoy incluyendo en el cuadro fueron muy afectadas.

¿Y quiénes son lo que pasaron a aumentar?

Los sectores no transables. ¿Por qué? Porque cuando tenemos este efecto riqueza de que aumentan los precios, tenemos este *boom* de precios de *commodities*, tiene un efecto riqueza y la gente gasta más y gasta más en transables y gasta más en no transables. Entonces, se produce efectivamente un *boom* en la economía. Pero ese *boom* afecta negativamente a los sectores transables tradicionales, porque produce una contracción.

Esto es lo que estamos observando en el caso de Uruguay.

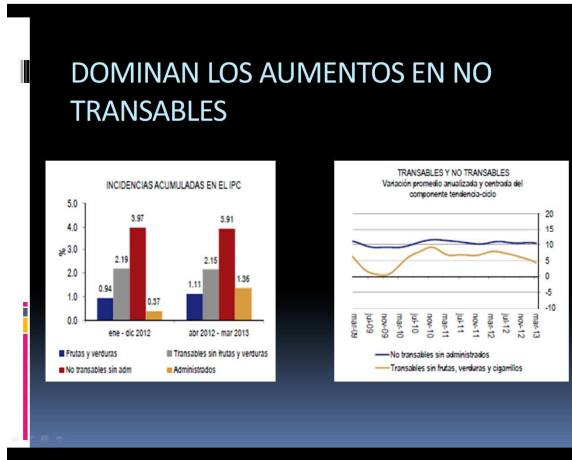
## METAS DE INFLACIÓN PASAN A SER IRRELEVANTES PARA FIJAR PRECIOS Y SALARIOS



Para mí la pérdida de credibilidad en la moneda es un tema muy importante. Aldo se refería al tema de credibilidad, para mí es un tema central. Yo en mi historia, que recuerde, tengo tres crisis: 1965, 1982 y 2002. La del 65 no me acuerdo mucho pero tampoco fue tan tan grave, pero sí la del 82 y 2002, y mirando un poco la historia de lo que ha pasado en el Uruguay yo creo que tenemos un problema serio de credibilidad en nuestra moneda.

O sea, la credibilidad en la moneda uruguaya es un punto para mí central desde el punto de vista de analizar si Uruguay es capaz o no es capaz de poder tener una moneda. Y la verdad es que los últimos tiempos la política monetaria no ha ayudado a reforzar la credibilidad de la moneda. Al contrario si nosotros miramos lo que es el rango meta y lo que es la inflación vemos que hay un divorcio total.

La inflación está asociada a la pérdida de credibilidad en la moneda y ahí se refleja en la incertidumbre en la fijación de precios, en aumentos de salarios desalineados con la productividad y en tasas de interés excesivamente elevadas como veremos en las siguientes gráficas.



En la inflación predomina el aumento en los no transables. Si analizamos la tendencia vemos que la variación de los precios no transables están en un 10% y los otros están casi en la mitad.

Si miramos el cuadro de la izquierda vemos que la inflación de no transables y de administrados es más del 50% de la tasa de inflación.

## SALARIOS AUMENTAN POR ENCIMA DE PRODUCTIVIDAD...

- REGLAS QUE SE AUTOIMPUSO EL GOBIERNO PARA LA FIJACIÓN DE SALARIOS JUNTO A PODER SINDICAL FUERON EN CONTRA DE LA CREDIBILIDAD DE LAS METAS Y DE LAS REGLAS DEL MERCADO

	% Variación ACUMULADA	% Var Prod. Laboral
2006		
2007	4,8	2,3
2008	8,4	9,4
2009	16,3	9,6
2010	20,2	17,8
2011	25,0	22,0
<b>2012</b>	<b>30,1</b>	<b>23,8</b>

Los salarios aumentan por encima de la productividad. Los aumentos acumulados de los salarios llegan a 30% hasta el año 2012 desde el 2006 y la productividad laboral un poco menos de 24%.

O sea que las reglas que se propuso el gobierno para la fijación de salarios junto al poder sindical fueron en contra de las propias metas del Banco Central. Y fueron en contra de las reglas de mercado de que no se pueden aumentar los salarios más de lo que aumenta la productividad, si no, hay problemas.

SALARIO REAL	%Var From 2006-2009	%Var From 2006-2012
SECTOR PRIVADO	4,3	5,3
IND. MANUFACTURERAS	4,5	4,8
ALIMENTOS Y BEBIDAS	5,2	4,8
PRODUCTOS TEXTILES	2,6	3,8
PRENDAS DE VESTIR	4,9	7,0
QUÍMICOS Y FARMACÉUTICOS	3,8	1,5
IMPRESIÓN, EDICIÓN	4,7	4,4
PRODUCTOS QUÍMICOS	1,2	3,8
CAUCHO Y PLÁSTICO	8,5	7,2
MINERALES METÁLICOS	5,1	8,4
METÁLICOS MAQUINARIAS Y EQUIPOS	5,7	8,1
VEHÍCULOS AUTOMOTORES	5,4	6,0
CONSTRUCCIÓN	3,5	6,4
COMERCIO	5,6	6,8
HOTELES Y RESTAURANTES	4,7	6,6
TRANSPORTE Y COMUNICACIONES	3,5	4,2
INTERMEDIACIÓN FINANCIERA	2,3	3,0
INMOBILIARIAS	5,6	9,9
EJERCICIOS	2,8	3,8
SALUD	4,5	3,8
INFLACIÓN	7,5	7,5

Si miramos incluso por sectores lo que pasó con el salario real es increíble. Por ejemplo el sector de prendas de vestir que es un sector severamente afectado por la caída real del tipo de cambio pasó de 4.9% de aumento del salario real a 7%. Los minerales no metálicos de 5.1% en el primer período a 8.4%. Las metálicas de 5.7% a 8.1%.

Después tenemos los no transables que como tienen esta demanda van a los capitales, van a la construcción, los salarios aumentan, pero aun así aumentaron menos que en estos sectores que están severamente afectados por la caída real del tipo de cambio.



Y por último el tema de las tasas de interés. Las tasas de interés reflejan una falta de credibilidad en la meta de inflación y en la estabilidad monetaria.

Acá en este gráfico yo representé el diferencial de las tasas para consumo en tarjetas de crédito, de pesos respecto a las tasas de tarjetas de créditos en dólares. Así estábamos en diciembre del 2008 en una diferencia de 25 y hoy estamos en 45. Quiere decir que aumentaron 20 puntos porcentuales. Esto es reflejo de una falta de credibilidad, es el riesgo cambiario que se está trasladando.

Lo estimé así porque si uno divide el crédito a todos los sectores: consumo, microempresas y grandes empresas, en las grandes empresas existe un diferencial del 6%. Lo que pasa es que cuando hay un riesgo cambiario el Banco llama a la empresa diciendo “vamos a pasar los créditos de pesos a dólares” y lo mismo para una micro empresa. Pero en el caso del consumo, que ya firmó la boleta de la tarjeta en pesos a ese, el Banco no le puede cambiar, no puede hacer el cambio de cartera, entonces se queda anclado y ahí es donde tiene el riesgo de cambio y por esto está este diferencial tan alto.

Después grafiqué las diferencias en las tasas de letras a 30 días que en términos de dólares han estado pagando cerca del 20%.

¿Cómo se enfrenta la enfermedad holandesa y la falta de credibilidad? ¿Las medidas recientes son suficientes?

Yo creo que las medidas recientes carecen de oportunidad, creo que es tarde lo que se ha hecho y poner restricciones en este momento al ingreso de capitales lo considero una medida muy audaz y peligrosa porque no sabemos cómo va a ser el contexto externo, está realmente muy incierto.

Y me parece que el fundamento carece de valor empírico porque el fundamento de que con medidas monetarias voy a revertir el tema del tipo real de cambio es algo que, desde mi punto de vista por lo menos con las pruebas que he realizado, no tiene ningún fundamento.

Puede ser que en el corto plazo se pueda incidir en el tipo de cambio, pero a la larga se traslada a la inflación, se traslada a los salarios y si no hay credibilidad vamos a seguir con el mismo problema.

## Conclusiones

Creo que la caída del tipo real de cambio y la inflación tienen factores comunes como son el aumento del gasto público, el aumento de los precios internacionales, el contagio salarial en los sectores no transables.

La respuesta a la pérdida de competitividad y la inflación no es la correcta. La única respuesta efectiva para contrarrestar la enfermedad holandesa y evitar la desaparición de los sectores transables tradicionales es la de contener el gasto público y desarmar el perverso sistema de ajustes de salarios antes que sea tarde.

La generación de bienestar y la reducción de la pobreza sobre la base de un tipo real de cambio bajo, deprimido por una política de gasto público en aumento, a la larga sabemos que fracasa debido a la pérdida de competitividad y aumento del endeudamiento.

Y por último la falta de credibilidad en la moneda puede ser un factor determinante en la caída del tipo real de cambio.

Por lo cual yo creo que la independencia del Banco Central y la propia existencia del peso son discusiones que en algún momento se van a tener que dar en este país. Porque todas las crisis y todas esas subidas y bajadas como en una montaña rusa, que tienden a ajustarse cada "n" años, son fruto de una indisciplina fiscal que ha sido recurrente en el país y culminan indefectiblemente con devaluaciones de la moneda y con inflación. Con todos los gobiernos, absolutamente todos, todos, todos los gobiernos.

Entonces pensar que esto lo resolvemos con una medida de poner un encaje a los no residentes y con aumentar la meta de inflación de 6 a 7% no tiene fundamento.

Muchas gracias

## **Ec. Juan Manuel Rodríguez**

Le agradezco a la Academia, a María.

Mi exposición va a ser diferente a la de los que me precedieron básicamente porque tuve la impresión de que estaba la idea de que había una preocupación más sobre la política económica y es sobre este tema que voy a hablar.

Pese a lo cual quiero felicitar a los dos expositores ya que realmente me resultó muy interesante ambas exposiciones y espero que Aldo tenga éxito en sus predicciones y en lo comentado sobre los fundamentos sobre la evolución del tipo de cambio real. Ojalá sea así y voy a mostrar al final que creo que verdaderamente nuestro país tiene en este tema un dilema grande pero voy a llegar a esto.

Voy a hablar hoy en el rol que estoy teniendo hace unos cuantos años de haber dejado un poco, salvo en un área, la Academia, y estar mucho más en la problemática cotidiana que hace a la política concreta, no desde el Ministerio de Economía pero sí desde otras áreas y obviamente uno es producto de lo que hace con lo cual en cierta medida voy a acercarme mucho

más mi intervención a la problemática cotidiana ya que de alguna manera estamos participando en algún área de gobierno, más allá que la mía no es, en estos momentos, exactamente esta de la que estamos hablando hoy.

La sensación que yo diría es ampliamente dominante es que efectivamente más allá del fundamento muy sólido que planteó Aldo, existe una cierta alternativa o una cierta opción entre inflación y tipo de cambio real.

Y que básicamente esta idea es la que ha motivado, o la que ha llevado a las diversas medidas que se han tomado. Uno siempre duda como decía Juan Carlos, sobre qué medidas se tomaron a tiempo y qué medidas van a ser efectivas. Pero a lo que se aspira es a mejorar el tipo de cambio real, o diría: la competitividad de la economía ya que esto se ha transformado en un problema grave.

Recuerdo que durante la década del 90 la discusión que existía era sobre el primer tema que planteó Aldo. ¿Cuál es el tipo de cambio que debe de haber en la economía?.

La posición dominante entonces era: El tipo de cambio que debe de haber es el que regula el mercado y el gobierno no debe tomar medidas para alterar las corrientes del mercado.

Es una posición que se sostuvo y yo creo que tuvo efectos, en cierta medida muy negativos sobre la estructura económica particularmente de la industria.

Y sin buscar lo mismo, el gobierno encuentra que en cierta medida en este momento hay variables que han evolucionado en forma similar, con fundamentos distintos.

Es decir, hoy el tipo de cambio debilita, es un factor debilitante de la competitividad de ciertos sectores que son importantes en nuestra economía. ¿cuán importantes? Yo creo que son importantes.

Comparto totalmente el enfoque de que la competitividad no depende del tipo de cambio y que en el largo plazo depende básicamente de los factores que planteó Aldo con mucho detalle, que están vinculados a lo que uno puede llamar competitividad genuina de un país y que es la productividad en primer lugar, el capital humano, la agregación de valor o de tecnología, obviamente que ayuda y cumple un fundamento la infraestructura, pero todo se analiza en políticas encaradas en el largo plazo.

En el corto plazo el tipo de cambio suele jugar un rol decisivo como lo juegan últimamente los salarios, más allá que nadie hoy sostiene que la competitividad depende de los salarios. Pero en el corto plazo puede tener un impacto importante.

Aun compartiendo esto de que la competitividad se crea y se crea con políticas que a la larga tienen que ver con productividad que es la razón básica de la competitividad (genuina), en el corto plazo los precios suelen ser importantes.

Definitivamente creo que en el corto plazo se ve la inflación y el tipo de cambio como una opción que tiene que hacer el gobierno y las medidas que se están tomando estimo que apuntan a este objetivo.



¿Es un objetivo razonable o no?

Creo que nos cuesta dar una respuesta clara uno puede estimar como decía Juan Carlos que las medidas no van a cambiar mucho las cosas; es probable.

Hoy vivimos una economía mundial con muchas incertidumbres, que tienen para nosotros efectos positivos y negativos, difíciles de cuantificar, pero que todos ellos en su conjunto afectan la base de la que depende el empleo y en última instancia el nivel de vida de la población, elementos que para todos son muy importantes.

Hay efectos del comercio para algunos muy negativos, como el cierre de algunos mercados, la baja de algunos precios, que aunque no demasiado, algunos bajaron. Y seguramente hay también aspectos muy positivos: probablemente la política de crecimiento de China apuntado al mercado interno tenga efectos positivos para nosotros.

Creo que a nivel de las corrientes financieras también van a haber efectos positivos y negativos. Hasta hoy Uruguay sigue recibiendo inversiones extranjeras directas que son mucho más elevadas que las medidas históricas, pese a que el mundo sigue estando en recesión o en semi crisis desde hace ya varios años. Y los síntomas, los anuncios, lo que se presenta al gobierno, muestra que siguen llegando inversiones. Más allá de que es probable que en algún sector lleguen menos que antes.

Claramente ha habido más cambios en algunos sectores por medidas que no tienen que ver tanto con problemas estructurales sino por medidas de corto plazo, de países concretos, particularmente de los vecinos.

Pero lo que quiero transmitir es que no tengo claro que todos los efectos de la crisis internacional sean necesariamente negativos para nuestro país.

Ahora ¿Qué tema sí me parece que es preocupante?

Me parece preocupante que estos períodos de crecimiento que tuvo Uruguay y que tuvo prácticamente toda América Latina ya se dieron anteriormente en la historia.

Hay un reciente trabajo de Rodrik, que estudió estos procesos de alzas y bajas de muchos años, y lo que muestra es que la sostenibilidad del crecimiento no es algo asegurado por un número de años acumulados de crecimiento. Y que probablemente el mayor problema que haya tenido América Latina e incluyo a Uruguay en los últimos años, es que cuando hay un impacto externo negativo no hay mecanismos para defenderse de ellos.

Todo lo que se logró en el período de crecimiento se pierde en el período de menor actividad. Y ello se da en los distintos terrenos: caen las inversiones, por lo tanto cae la producción, cae el empleo, cae las mejoras sociales, cae el salario.

Y por lo tanto viene un período en el cual, quizás haya que esperar nuevamente para retomar el próximo ciclo de crecimiento. Esto hoy yo creo que está planteado como una posibilidad para nuestro país.

En América Latina, diría que este es uno de los temas más actuales. CEPAL lo ha planteado en los últimos años en una forma muy directa, pero este no es sólo un tema de CEPAL.

Por lo cual la preocupación y a mi juicio, la pregunta relevante es: ¿cómo generar una competitividad sostenible en el tiempo?

Este me parece que es un tema clave. Creo que esto implica superar ciertas consecuencias que se dan en la estructura productiva, vinculadas a lo que se llama “la enfermedad holandesa”. Que en cierta manera Uruguay lo vive. Lo vive por una razón básica: los capitales vienen al país, sobre todo atraídos a los sectores donde la rentabilidad es mayor. En un período de crecimiento de los precios de los *commodities*, razonablemente son los *commodities* los que crecen y es hacia ellos a donde se focaliza la estructura de la producción.

Con lo cual hay una consecuencia natural del mercado a atraer capitales y a especializarse en aquello que en el corto plazo da una rentabilidad mayor. Y si esto es un problema que se acentúa durante años, simplemente la estructura productiva se especializa de esa manera.

El tema es que los *commodities* como los productos intensivos en recursos naturales y trabajo, históricamente tienen una tendencia a la baja en los precios. Cuando hablo de “históricamente” estoy hablando de tendencias de 150 años, que en los últimos años ha cambiado y que muchos esperamos que esto se mantenga por muchos años más.

Ahora recientemente han tenido una caída, no sé si se mantendrá en el tiempo, pero las estimaciones de algunos analistas indican que podrían caer un poco por el efecto indirecto que tiene la crisis, la crisis de los países desarrollados estoy pensando. He encontrado las estimaciones más diversas.

Lo que está claro es que la inversión de capitales hoy, la estructura de rentabilidades que hay en nuestro país va a seguir dirigiéndose a los sectores intensivos en estos recursos. Y creo que si no logramos modificar esto, la vulnerabilidad de nuestro país al impacto externo de otros países va a ser grande. Y con esta vulnerabilidad, si la crisis se mantiene y los efectos positivos no son tan grandes y si las tendencias al proteccionismo que se han constatado claramente se mantienen, las consecuencias van a ser importantes. De acuerdo al observatorio de las medidas proteccionistas, se encuentra que China es uno de los países con más medidas de este tipo. No hay ninguna duda que la cantidad de medidas proteccionistas del 2008 en adelante son mucho más que en pasado, con lo cual podríamos decir que probablemente estemos alcanzando un fuerte crecimiento del proteccionismo.

La preocupación es si este conjunto de medidas tienen impactos internos negativos. Yo creo que la sostenibilidad del crecimiento de exportaciones está claramente amenazada.

El tema es dónde uno pone el énfasis para modificar esto.

Ojalá crecimientos en la productividad pudieran evitar esto, sería la mejor medida que uno desearía.

Todos los intentos que hizo el gobierno desde el 2010 de asociar crecimiento de salarios a productividad han fracasado. Fracasaron por diversas razones pero lo cierto es que fracasaron.

Debemos de tener en cuenta lo siguiente: desde el año 2009, en materia de Consejo de Salarios lo que hace Uruguay, yo diría después de muchos años, es aceptar o integrar en una ley nacional lo que es una recomendación de la OIT: los salarios están fuera de la política económica salvo los salarios públicos. Esto quiere decir que de acuerdo a las recomendaciones de la OIT los salarios son acordados o por las partes, bipartitamente, o si es tripartitamente por una participación igualitaria de las tres partes.

Con lo cual, en el primer caso de ser bipartita el gobierno no participa, en el segundo caso participa y es una participación minoritaria.

Esto se muestra claramente en lo que ha pasado en los últimos años: el conflicto de la bebida en diciembre, posteriormente otros convenios salariales que fueron firmados contra la voluntad del gobierno. Puedo mencionar otros pero no voy a ahondar en este tema, lo que sí debemos de tener en cuenta es que la política salarial, la evolución de los salarios en tanto proveniente desde la negociación salarial, es algo ajeno a la política del Estado. El Estado es un actor minoritario en la definición de los acuerdos a diferencia de lo que ocurrió entre 1985 y el 2009, donde todos los acuerdos debían ser homologados por el Ministerio de Economía y básicamente éste terminaba teniendo la potestad de avalarlos o no avalarlos. Y si no lo hacía simplemente era un acuerdo privado, de impacto no sectorial sino simplemente de las empresas afiliadas a una Cámara firmante.

Esto cambió desde el 2009 con lo cual lo que pueda pasar con los salarios va a ser básicamente mucho más lo que quieran los actores privados que lo que aspire el gobierno.

Yo diría que hoy en el gobierno existe una postura de moderar los crecimientos salariales, mi sensación es que va a tener poco éxito.

En cualquier caso si viene una crisis, la experiencia indica que cada vez que ha habido un período recesivo los salarios reales y muchas veces los nominales cayeron y se ajustaron, reduciendo el impacto en el empleo.

Quise mencionar este tema porque los salarios están siempre como parte de la discusión. Frecuentemente en la prensa se atribuye o se asocia, salarios a políticas salariales y es una asociación que hoy se ha diluido claramente.

Yo mencionaría como un problema que Uruguay debería enfrentar, a un tema claramente no consensual. Me imagino que en esta sala o en cualquiera debe de haber muchas opiniones diferentes a esta que voy a exponer: creo que la competitividad y todos los efectos positivos que la misma implica, están fuertemente asociados a lo que es la estructura productiva del país.

En la actual estructura productiva de Uruguay, los bienes intensivos en conocimiento son marginales, y los de conocimiento medio son muy pocos. Hablo de "intensivo en conocimiento" que es un concepto un poco más amplio que "tecnología". Con lo cual la estructura productiva y la gran mayoría de nuestras exportaciones dependen de bienes intensivos en recursos humanos y tierra.

Este ha sido uno de los factores claves de la vulnerabilidad que han tenido las economías nuestras cuando hay un impacto externo negativo, para defenderse.

Esta es la historia de América Latina.

¿Cómo reaccionamos ante esto?

Yo creo que se requieren políticas activas para reorientar la estructura productiva para que nuestros productos se inserten crecientemente en mercados cuya volatilidad es menor que los mercados de los *commodities*. Esto lo han hecho otros países e implica un conjunto de políticas que probablemente alteren la relación de las rentabilidades relativas por lo que mencioné antes y dijo Juan Carlos también: las inversiones se dirigen a los bienes o a los sectores que tienen una alta rentabilidad, como es lógico, y si esto se mantiene nuestra estructura productiva va a seguir profundizándose en las características que hoy tiene y esto determina claramente una fuerte vulnerabilidad.

Las expectativas indican que América Latina quizás pueda tener diez años donde pueda implementar políticas de este tipo y en lo que me es particular creo que es una corriente de pensamiento que existe en América Latina.

Creemos que esto es una necesidad: primero consolidar la competitividad, consolidar las tasas de crecimiento y por lo tanto los logros sociales que se derivan de ellos.

Obviamente este es un enfoque no liberal de la política económica y estos son temas de creciente debate en toda América Latina, quizás más de lo que se está debatiendo en nuestro país.

Muchas gracias

#### **Ec. María Dolores Benavente**

Como dice el Embajador y Académico Julio Lacarte Muró, voy a hacer uso del privilegio del moderador y hacer unas preguntas. Tengo una pregunta para Aldo y para Juan Carlos y otra para Juan Manuel.

Para Aldo y para Juan Carlos: Ustedes hicieron un diagnóstico bastante parecido ¿Cómo salimos de un círculo vicioso de gasto público que incide en el tipo de cambio real, de aumento de salarios por encima de la productividad en un año pre-electoral?

Para Juan Manuel: Cuando hablabas de incentivos que cambien la rentabilidad para cambiar la matriz productiva, estás pensando en que haya detracciones?

#### **Ec. Aldo Lema**

Evidentemente el período que viene es muy complejo. Eventualmente el tipo de cambio real podría subir, pero por las razones que no queremos que son: una caída de términos de intercambio, que Estados Unidos se vaya fortaleciendo y su moneda se aprecie, digamos que el dólar se fortalezca como también planteaba Juan Carlos, conlleva caída de los precios de las

materias primas y por lo tanto una caída de los términos de intercambio. Es el fenómeno inverso de lo que vimos en la última década.

A mí siempre me causó mucha gracia cuando Mantega se quejaba y alegaba tanto de la guerra de divisas y de las tasas bajas en Estados Unidos y que Estados Unidos estaba imprimiendo dólares. Yo decía: el verdadero problema va a estar al revés cuando la tasa de interés suba y el dólar se fortalezca y el precio de las materias primas caiga.

Estamos empezando en ese período incluso creo que vamos a tener evidencia que la historia de China era una historia parcial que en parte no bastaba para explicar la fuerte alza del precio de las materias primas, al menos en los últimos 10 años, sino que había otros fenómenos.

Por lo tanto esa es una de las razones que no queremos que justifique una alza del tipo de cambio real.

La segunda que también la planteaba Juan Carlos y yo estoy de acuerdo, es que detrás de todo ese cambio viene un repliegue en el flujo de capitales hacia América Latina y hacia Uruguay en particular y ya no se va a poder seguir financiando el exceso de gasto actual.

Tercero son los desequilibrios internos que impiden seguir una política fiscal muy expansiva.

Todos esos factores junto con que el diferencial de crecimiento respecto al resto del mundo que también se achica, hace que tengamos un período de tipo de cambio real probablemente más alto.

¿Cómo se va a lograr eso?

Hay una distinción entre el deber ser y lo que va a pasar. Primero voy a plantear un poco el deber ser y el deber ser evidentemente amerita ser muy prudentes en materia fiscal hacia adelante, generar todas las instancias de flexibilidad de modo tal que los ajustes sean poco o lo menos significativos posible en el empleo. Para eso se necesita flexibilidad salarial y se necesita también que la política monetaria y la política cambiaria estén muy orientadas a preservar los objetivos que se tienen.

Igual parte del trabajo ya no lo hicimos, parte del trabajo se debió hacer en la bonanza: tener un mayor ahorro en materia fiscal, una política monetaria creíble que ahora pudiera desplegarse en toda sus capacidades. O tener mayores flexibilidades en el mercado laboral por ejemplo, y por lo tanto mezclado con el punto que planteaba María Dolores justo con una coyuntura política electoral muy particular.

Por otro lado, intentando pensar lo que va a pasar, me temo que este intento de cambiar un instrumento pasar de fijar tasas de interés a pasar la cantidad de dinero para afectar el tipo de cambio real supuestamente, es un intento que es utópico. Nadie que cambie un instrumento monetario o que aumente controles de capital o que imprima más dinero va a ganar competitividad con eso. Si fuera así sería muy fácil ganar competitividad y el desafío que tienen todos los países es ganar competitividad atacando las distorsiones, aumentando la productividad, mejorando el capital humano, teniendo una economía flexible que se enfrente

a aquellas economías que ya han hecho eso, por ejemplo Alemania. Y lo hizo Schroeder hace diez años, Schroeder perdió la elección pero ganó Alemania.

Evidentemente muchas de esas cosas no se hicieron en el pasado y como no se hicieron creo que más allá del tamaño de los ajustes, la dirección de los ajustes es bastante parecida a las del pasado. Es decir, típicamente en el pasado la forma de mejorar y que el tipo de cambio real terminara subiendo, fue licuando gasto público con una sorpresa inflacionaria significativa. Eso pasó en el 82, y pasó en el 2002, no estoy hablando de la magnitud de los ajustes sino que estoy hablando de la dirección de los ajustes.

Y probablemente lo que va a terminar ocurriendo es que si esto se valida monetariamente con expansión de dinero más allá de lo que corresponde con menor compromiso con el objetivo inflacionario la inflación va a ser el ajuste que va a licuar el gasto público por la mala vía porque es la forma de recortar gasto más inequitativa cuando en realidad uno debería ser más selectivo dado la focalización que debería tener el gasto público.

Uruguay ya lo ha vivido y creo que lamentablemente lo va a vivir en los próximos años. Es decir, va a hacer un ajuste con mayor tipo de cambio real probablemente por el entorno externo, los desequilibrios internos que se han acumulado, pero también va a ser con más inflación.

Y además me ha dejado muy preocupado Juan Manuel porque en definitiva lo que plantea es que vamos a tener un año por delante con un grado de exogeneidad en los salarios bastante significativo. Cuando le llamo exogeneidad lo que digo es que van a estar determinados por razones sindicales, políticas, etc. y desconectados de esta nueva realidad que enfrenta el país de modo tal que esos ajustes se van a acentuar. O sea la forma ineficiente del ajuste se debería acentuar y por lo tanto estamos cerca de lo que la teoría y la evidencia sugeriría: un período de estancamiento con inflación. Si hay poca credibilidad en los objetivos, si ante la desaceleración se va a reaccionar con política monetaria expansiva que sabemos que no logra efectos, si adicionalmente los salarios no van a incorporar este nuevo escenario hacia adelante bueno vamos a ir caminando hacia un escenario de estancamiento, probablemente, no necesariamente menos inflación y de todas maneras ajuste real del gasto público con la inflación y de los salarios reales más adelante, también con inflación.

#### **Cr. Juan Carlos Protasi**

Yo comparto y coincido cien por ciento con lo que dice Aldo. Simplemente agregaría un par de cosas.

Una: me parece que el escenario internacional que tenemos es complejo y tenemos que agregar el condimento de Argentina, que me parece que va a ser un dato que nos va a complicar toda esta historia. Creo que Argentina no tiene realmente una salida que uno pueda imaginar que no sea una salida que no vaya a ser traumática: las reservas se les están acabando, están usando los bonos de los jubilados que se los estafaron y se los robaron, están acudiendo a que los delincuentes traigan el dinero, es decir son cosas que evidentemente no

pueden de ninguna manera terminar bien. Y creo que nosotros vamos a pagar el plato de todo eso lo cual va a agravar aún más el escenario.

El segundo aspecto que quería decir es que me parece que las medidas del Banco Central del Uruguay, las medidas que tomó el Gobierno recientemente, además de inoportunas y con un fundamento que yo creo que no es el adecuado para el objetivo que ellos pretenden lograr, me parece que está faltando el ancla. En este momento nosotros no tenemos un ancla. No tenemos un ancla monetaria, antes teníamos por lo menos la tasa de interés que de alguna manera se cumplía. Aunque la esterilización fue realmente muy muy negativa: produjo más flujos de capitales, en vez de apaciguar la presión sobre el tipo de cambio, la exacerbó como lo mencionan los trabajos académicos sobre este tema, sobre la esterilización que no es recomendable en ningún país, y acá lo quisimos hacer de una manera exagerada y creo que eso nos ha complicado la vida, nos ha elevado la deuda a un punto que hoy es complicado, es decir, tenemos que enfrentar una crisis. Tenemos que ver una realidad que va a estar complicada por delante, tenemos un año electoral pero además tenemos una situación que está muy complicada y el cambio en su momento me parece que es un cambio que en definitiva nos deja sin saber qué es lo que va a pasar.

Cuando yo estuve en el Banco Central no tenía meta de inflación pero teníamos sí una meta mensual del M1 que mostrábamos que lo cumplíamos y lo cumplimos a rajatabla y eso nos dio cierta credibilidad. Pero eso no evita que vayamos a tener un golpe fuerte por un exceso de gasto que presumiblemente vamos a tener porque el ciclo electoral de las finanzas públicas en Uruguay y en todos los países de América Latina se repite y nos va a complicar la vida y ya ahora es tarde. Ya no se puede hacer nada.

Solamente, frente a esta enfermedad holandesa que yo mencionaba, en realidad no importa como se llame, lo importante es el concepto de que estamos haciendo uso de ese ingreso adicional que recibimos para gastarlo.

Ciertamente conozco dos países que son Noruega y Chile que han podido optimizar el uso de esos recursos dejándolos en el exterior para evitar el contagio de esto que hemos tenido. Pero ahora ya está.

#### **Ec. Juan Manuel Rodríguez**

Primero antes de contestar la pregunta que me hiciste voy a decir que yo creo que la aspiración del conjunto del equipo de gobierno es no expandir el gasto, hay muchos síntomas que muestran que no se quiere expandir el gasto. No a cualquier costo. Así como existe una fuerte voluntad de contener o atenuar el crecimiento de los salarios.

Las formas en que lo ha logrado en las últimas oportunidades se pueden aplicar en muy contados casos y yo diría que nadie las recomendaría: utilizar herramientas no salariales, de hecho de presión, por lo cual no es aplicable en todos lados y tuvo un resultado muy limitado. Más allá que se utilizó el 100% de la fuerza disponible. Ello muestra que la evolución salarial está mucho más en los actores sociales, cuando hablo de actores sociales incluyo a los empresarios y no sólo a los trabajadores. Es una realidad que hoy depende básicamente de la ley, del marco legal apoyado en una ley.

Sobre la pregunta si las deducciones están en el menú, lo que quise decir con la expresión de alterar las rentabilidades relativas de los sectores, es lo que para mí cambia o puede cambiar el destino de las inversiones.

Esto puede pasar de múltiples formas, lo primero que desearía sería subir la rentabilidad de algunos sectores y bajar la de ninguno. De hecho la actualización de la ley de inversiones tuvo este objetivo y tuvo un cierto impacto también, en el sentido que se buscó, pero limitado.

O sea si bien tuvo resultado en los objetivos buscados, éstos no tuvieron la magnitud como para alterar en medida grande la orientación de a dónde se dirigían los cambios.

Si hay alguna herramienta que este fuera o dentro del menú... hoy hay gente que propone eso que tú decís. Lo logrará o no lo logrará o se hará o no se hará.

En Uruguay hay un debate casi de principios sobre si el impuesto a la renta, el IRAE a las empresas puede pasar del 30% al 35% o no. Como si fuera un debate de principios.

Uno puede decir que sea un debate cualitativamente muy importante aunque esté en lo cualitativo si uno pone un impuesto a la renta del 5% o si lo pasa al 70%, pero de 30% a 35% es un debate ideológico, objetivamente existe, uno lo puede ver en la prensa.

Con las deducciones pasa lo mismo. Es un tema que yo he visto mucho, las deducciones trajeron fuerte enfrentamiento social, y cambios productivos importantes en la Argentina. Pero ¿fue el hecho de las deducciones o por nivel de las deducciones? porque objetivamente las movilizaciones realmente se produjeron cuando pasaban del 35% y cuando pasaron a ser móviles, cuando llegaban al 50% .

Esto, yo creo que está fuera de la discusión, esta es mi impresión, no sé si razonablemente o no razonablemente también lo debo decir, porque en definitiva no deja de ser una herramienta.

Pero para decirlo de otra manera, si es Tabaré Vázquez el próximo presidente del Uruguay claramente está fuera de discusión, porque ya ha dicho "de este tema no se habla". Ahora, hay gente que lo propone. Está claro, yo no soy de los que está en la decisión de este tema. Más bien diría que mi sensación es que por un tema de inercia no se cambia, pero no por un fundamento sino por inercia.

#### **Ec. Isidoro Hodara**

Juan Manuel nos habló de bienes intensivos en el uso de conocimiento y eso como parte del esfuerzo de ganar productividad, Juan Carlos nos habló de la variación entre el porcentaje de los bienes agrícolas en las exportaciones que se triplicó en el período, quisiera hacer un comentario que no es una pregunta.

Ustedes están colocando a lo largo de todos esos períodos a los bienes dentro de una categoría u otra en función de la posición arancelaria que tienen, es lo único que tienen en común algunos bienes a lo largo de todo ese período. Mi impresión es que la función de



producción de la carne uruguaya del 2013 no es igual a la del 2003, o a la 1993, y que hay fuertes insumos en materia de servicios sanitarios que le permitieron llegar a otros mercados en otros países y fuertes insumos en tecnologías de la información que le permitieron llegar a otros nichos de mercados a otros precios que hacen que el producto sí siga clasificado por la misma posición arancelaria pero claramente tiene mayor intensidad en el uso del conocimiento y es un poquito menos primario que la comparación que a lo largo del tiempo nos daría.

Dicho este comentario, como tu comparación lleva a triplicar el porcentaje, de 10 a 30, eso se hace sobre las exportaciones de (ovinos) y las exportaciones de servicios en ese período, fueron realmente importantes no sólo por su crecimiento, no sólo por su valor absoluto, sino también porque se mostraron más resistentes a la caída que hubo en algún momento cuando la crisis, me gustaría saber si le superponemos a eso las exportaciones de los servicios ¿cómo queda esa *commoditización* de la economía?, ¿hiciste alguna estimación?

#### **Cr. Juan Carlos Protasi**

No es sólo el tema de la carne, sino que son solo productos agrícolas. Si yo recuerdo bien, las exportaciones agrícolas considerando todas las exportaciones creo que han tenido un aumento pero el hecho, me parece a mí, es que el resto de las exportaciones han caído, y las contracciones en los sectores no tradicionales es obvio. Tal vez no sea tan grande la diferencia como está planteado en el gráfico pero sí en la tendencia, que está pasando eso.

#### **Ec. Juan Manuel Rodríguez**

Las últimas mediciones que ha hecho Uruguay. lo que muestra es que toda esa agregación de valor, tu hablaste de la tecnología pero yo creo que el principal valor es la trazabilidad, que le agrega valor, que le agrega conocimiento, ha aumentado la defensa del precio a través del mercado. Es decir que si nosotros hubiéramos tenido las vacas en el campo natural, histórico que tuvimos siempre, primero estaríamos fuera de la mayoría de los mercados en que estamos porque tendríamos aftosa. Pero además tendríamos menos posibilidad de defender los mercados o de llegar a ellos.

Lo que pasa con la carne claramente muestra que los buenos mercados tienden a ser intensivos.

La pregunta que yo me hago es en cuánto la soja sustituyó o pasó a ocupar el lugar que antes ocupó la carne. Este es el dilema que yo creo que sigue estando en nuestra economía, más allá de que la carne cambió, también hay otro mundo que cambió, los vinos cambió, hay una producción más eficiente, cualquier sector permite agregar conocimiento, el tema es que uno lo permite más que otros.

#### **Ec. María Dolores Benavente**

Les agradezco a los tres panelistas, la verdad es que han sido muy buenas presentaciones, con un excelente nivel y con mucha pedagogía en sus exposiciones.

Muchísimas gracias a la ORT por habernos brindado la sede y por la difusión de este evento.