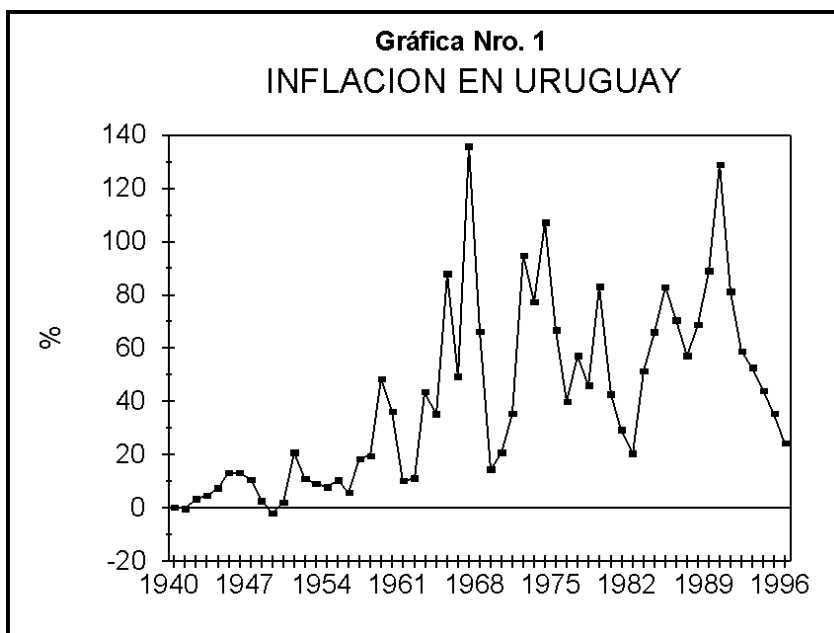


EL PLAN DE ESTABILIZACION DE 1990

ROSANNA FERNANDEZ CASTRO¹

I. INTRODUCCION

Uruguay puede ser considerado como un país de inflación crónica moderada. En efecto, desde fines de los 50s y con las excepciones de 1967, 1974 y 1990, las tasas de inflación uruguayas anuales han sido de dos dígitos (ver Gráfica Nro.1). Solamente en los años señalados, la variación porcentual anual del Índice de los Precios del Consumo (IPC) se "disparó", llegando a ser de tres dígitos.



¹ Banco Central del Uruguay - Area de Investigaciones Económicas. La autora desea destacar que los conceptos desarrollados en el trabajo son de su estricta responsabilidad, no comprometiéndolo por tanto, la opinión institucional del Banco Central del Uruguay.

Muchos planes de estabilización intentaron revertir este proceso siendo, quizás los más ambiciosos, los de 1958, 1968, 1978 y 1990. Salvo el último, ninguno logró una reducción perdurable de la inflación. Con respecto al de 1990, todavía en vigor y tema del presente documento, el panorama es más alentador. En efecto, más de seis años después de que se comenzara a implementar dicho plan, la situación es radicalmente distinta de la que obligara a su puesta en marcha.

Fue el proceso de aceleración inflacionaria vivido por la economía uruguaya en el bienio 1989- 1990 el que determinó que las autoridades a cargo de la conducción económica comenzaran a aplicar el plan de estabilización actualmente vigente en Uruguay. En efecto, la tasa de inflación había llegado a su máximo absoluto en el año terminado en enero de 1991: 133.6%.

Este proceso de aceleración inflacionaria se dió en el marco de un importante deterioro de las finanzas públicas, que contrarrestaba los esfuerzos que desde 1985 se estaban haciendo para sanear las cuentas fiscales del sector público. Diversos factores **coyunturales** habían hecho que el déficit del sector público pasara del promedio de 4.7% del PBI del trienio 1986-1988 al 7.4% de 1989. Por otra parte, la reforma constitucional aprobada a fines de 1989 implicaba un aumento del déficit **estructural** del sistema de seguridad social.

En 1996, en cambio, la inflación fue del 24.3% y el sector público mostró un resultado negativo de 1.8% del PBI. En el año terminado en setiembre de 1997, el IPC creció 17.1% siendo muy probable que la inflación de dicho año se ubique dentro de la banda del 14%-17% prevista por el equipo económico. Por otra parte, en el primer semestre de 1997, el déficit del sector público fue de 2.0% del PBI, destacándose el hecho de que el resultado de -1.3% atribuible al sector público no financiero se explica, prácticamente en su totalidad, por diversas reformas que en el mediano plazo contribuirán a aumentarlo.

II. CARACTERISTICAS PRINCIPALES DEL PLAN DE ESTABILIZACION VIGENTE

Lograr que la reducción de la inflación fuera sostenible era un objetivo básico para quienes diseñaron el Plan de 1990. Bajo la influencia de la teoría de las finanzas públicas (ver Lucas (1986)), se consideraba fundamental evitar variaciones erráticas de las tasas impositivas, incluida la correspondiente al impuesto inflacionario. De esa forma se reducirían al mínimo posible las distorsiones en la asignación de recursos que producen el tipo de impuestos a los que en general pueden recurrir los gobiernos. La política debía orientarse a una estrategia de "suavizamiento de impuestos" (tax smoothing): se debía tender a una estructura impositiva estable a lo largo del tiempo y de distintos "estados de la naturaleza" a los efectos de evitar que se diera "de golpe" la pérdida de utilidad que los consumidores experimentan ante la aplicación de impuestos.

Este tipo de política impositiva llevaba implícito un cierto manejo de la deuda: en la parte alta del ciclo se debería amortizar deuda, en la parte baja, en cambio, el endeudamiento aumentaría. La deuda se convertía en una especie de seguro para evitar las grandes distorsiones que provocaría financiar vía aumentos de impuestos, incluido el inflacionario, gastos mayores a los "normales"

Partiendo de un diagnóstico que enfatizaba las raíces fiscales de la inflación uruguaya, una reducción sostenible de la misma sólo podía lograrse a través de un saneamiento de las cuentas del sector público. La tasa de inflación sostenible en el largo plazo sería aquella que diera lugar a una recaudación de impuesto inflacionario que, junto con las posibilidades de endeudamiento existentes, permitiera financiar el déficit ajustado por el ciclo.

La reforma constitucional aprobada en 1989 establecía una indexación de pasividades que hacía disminuir drásticamente las posibilidades de que una reducción de la tasa de inflación al 0% fuera sostenible. Se produciría un aumento del gasto público en términos reales que dificultaría el mantenimiento de dicha tasa de inflación. En esas circunstancias la gradualidad se convertía en una de las características fundamentales del Plan a implementar, distanciándolo de las estrategias de shock que Argentina y Bolivia habían utilizado para reducir la inflación.

Por último, se esperaba que en una economía pequeña y abierta como la uruguaya, la utilización de la devaluación como ancla nominal de la inflación ayudara a una disminución más rápida y con bajo costo en términos de caída del nivel de actividad de la tasa de inflación.

II.1 Ajuste fiscal

El financiamiento vía impuesto inflacionario del déficit fiscal se veía como la causa principal del fenómeno inflacionario uruguayo. En un país en que el proceso de inflación crónica había hecho que el grado de monetización de la economía llegara a niveles muy bajos (4% - 5% del PBI), dicho financiamiento podía terminar en una aceleración inflacionaria aguda. En ese contexto, el "ajuste fiscal" fue considerado un ingrediente imprescindible para lograr una reducción de la inflación.

Las finanzas del sector público se habían deteriorado considerablemente en 1989. Mostraron un resultado negativo del 7.4% del PBI, lo que constituía un fuerte golpe a los esfuerzos que desde 1985 se estaban haciendo para sanear unas cuentas fiscales que habían sido fuertemente afectadas por la crisis de 1982-1984. La sequía que afectó al país desde fines de 1988 y durante 1989, una situación de precios relativos a nivel regional que favorecía la pérdida de recaudación vía contrabando y el ciclo electoral, se unieron para dar lugar a este fenómeno.

Aunque el déficit fiscal ajustado por el ciclo mostraba un deterioro sensiblemente menor - del 4.7% del trienio anterior al 5% de 1989, según estimaciones de Dominioni (1994) - la reforma constitucional de fines de dicho año, con su indexación de pasividades, complicaba la situación. Téngase presente que en 1989 el déficit del Banco de Previsión Social² (BPS), antes de las transferencias realizadas por el Gobierno Central, llegaba a 3.4% del PBI.

En el corto plazo, la estrategia se basó en el aumento de tasas impositivas, sin ignorar que también se debía proceder a una reforma tributaria que aumentara la eficiencia de la recaudación y eliminara impuestos distorsionantes de la asignación de recursos productivos. En esa misma línea de intentar corregir las cuentas públicas de forma permanente, las

² Principal ente del sistema de seguridad social uruguayo

autoridades elaboraron y comenzaron a negociar distintos planes para reducir el déficit del sistema de seguridad social y el número de funcionarios públicos. Con el mismo espíritu, trataron de poner en marcha un plan de privatizaciones y de aumento de la eficiencia operativa de las empresas públicas.

Mejorar la situación de la deuda externa era otro de los pilares de la estrategia de disminución permanente del gasto público. En ese sentido, el convenio de reducción de deuda firmado en enero de 1991 al amparo del Plan Brady dió lugar a un menor flujo de servicios de deuda vía la reestructura y reducción de los saldos adeudados.

II.2 La gradualidad

Como muchos países de inflación crónica en los que se han desarrollado una serie de mecanismos de indexación, Uruguay ha adoptado una estrategia gradualista para reducir el aumento de sus precios internos. Esta estrategia parecía especialmente adecuada luego de que la reforma constitucional de 1989 estableciera que las pasividades se ajustarían cada cuatro meses de acuerdo con la variación de salarios del trimestre anterior. En efecto, una reducción brusca de la tasa de inflación provocaría un fuerte aumento en términos reales de estos egresos del BPS. Téngase en cuenta que se está hablando de erogaciones que estaban en torno a un 7% del PBI en 1989.

La estrategia gradualista no sólo buscó reducir los costos fiscales de la estabilización. Siendo la caída del tipo de cambio real una de las regularidades empíricas principales entre las atribuibles a los intentos de reducción de la inflación en los países en que la misma es de carácter crónico, también se procuró minimizar la pérdida de competitividad de las exportaciones.

La gradualidad era también útil en la medida que daba tiempo para que el programa generara credibilidad, para mostrar logros como la reducción del déficit fiscal, que convencieran a los agentes económicos del compromiso antiinflacionario. Una historia de fracasos en lo que a estabilización inflacionaria se refiere, hacían prever que "comprar" esa credibilidad no iba a ser fácil.

II.3 Uso de la devaluación como ancla nominal

Uruguay es un país en que la dolarización y la apertura de la economía llegan a niveles muy importantes : un 85% de los depósitos del sector privado son efectuados en moneda extranjera, la base monetaria apenas supera el 4% del PBI, el grado de apertura comercial se encuentra en torno al 40% del producto. En este contexto, y teniendo en cuenta que no se pretendía una reducción brusca de la inflación al 0%, la **devaluación** aparecía como el ancla nominal natural para la variación de los precios internos. La importante influencia de la devaluación en la evolución de los precios de los bienes transables internacionalmente contribuiría a una reducción de la inflación rápida y con menores costos en términos de caídas de nivel de actividad.

A esta argumentación se agregaba la de las dificultades técnicas asociadas a la utilización de la variación de un agregado monetario como ancla nominal principal de la inflación: los problemas para predecir la velocidad de circulación, las dudas acerca de la estabilidad del multiplicador monetario, lo difícil que resulta estimar la dimensión de la base monetaria y la demanda de dinero en un contexto en que se espera que la misma crezca ante la propia aplicación del plan.

La instrumentación del ancla cambiaria fue realizada por el Banco Central del Uruguay mediante un régimen de banda para el tipo de cambio que se inauguró en marzo de 1991. Sin embargo, recién a partir de junio de 1992, se explicitaron los porcentajes en los que se iría desplazando la banda cambiaria - la tasa mensual de "devaluación" de la banda - así como la amplitud de la misma. Se comenzó anunciando un desplazamiento del 2,5% mensual, el que se fue reduciendo hasta llegar al 0.8% a aplicar desde noviembre de este año. La amplitud de la banda se ha mantenido en el 7%, es decir, su "techo" supera en un 7% a su "piso".

III. LA CREDIBILIDAD EN EL PLAN

En una economía como la uruguaya y siendo el tipo de cambio un precio observable diariamente, el manejo del ritmo devaluatorio se convertía en un poderoso transmisor de las intenciones del gobierno de reducir la inflación, de la misma forma que la aceleración de la devaluación había

sido una de las manifestaciones primordiales de las pérdidas de ancla nominal que ya había sufrido la inflación uruguaya.

Las señales "enviadas" por el manejo de la evolución del tipo de cambio serían "recibidas" por los otros precios de la economía en la medida que fueran creíbles. En ese sentido, era fundamental que los anuncios cambiarios fueran consistentes desde el punto de vista macroeconómico. Los agentes debían percibir que las tasas de devaluación programadas eran suficientes para generar el financiamiento monetario del déficit ajustado por el ciclo. Desde este punto de vista, el control de las cuentas públicas vuelve a aparecer como un elemento fundamental del plan de estabilización vigente.

En el corto plazo, un adecuado stock de reservas coadyuvaría en la credibilidad de los anuncios cambiarios. Los agentes tenían que percibir que el Banco Central contaba con un acervo suficiente para defender la banda y que por lo tanto no había porqué esperar un realineamiento hacia arriba de la misma.

IV. MARCO ANALITICO UTILIZADO

En este trabajo, en general se utilizará como medida de la inflación a la variación del Índice de los Precios del Consumo (IPC). Pero, reconociéndose que la variación de este índice puede no ser la mejor forma de mostrar la desvalorización del dinero con respecto a los bienes, también se hará una referencia breve a algunas medidas alternativas de la inflación, aquellas que buscan reflejar la "inflación subyacente" o "núcleo inflacionario" de la economía. Estas medidas se elaboran a partir de los mismos índices de precios que componen el IPC, pero, se procura eliminar la influencia de valores extremos.

Con fines analíticos es posible descomponer la variación del IPC en tres grandes componentes: (i) la de los precios de los bienes transables internacionalmente; (ii) el cambio de los precios relativos de los bienes que se comercian en la región respecto de los bienes mencionados en primer término y (iii) la modificación de los precios relativos de los bienes exclusivamente destinados al mercado interno respecto de los comercializables a nivel internacional.

En efecto, el IPC uruguayo se puede definir como un promedio geométrico de los siguientes índices de precios:

- de los bienes transables a nivel internacional: PTI
- de los bienes cuya oferta y demanda se determinan en la región Argentina- Uruguay : PRA
- de los que reflejan la influencia de Brasil sobre la economía uruguayo : PRB
- de los bienes no transables: PN

tal como se expresa a continuación:

$$P = PTI^a PRB^b PRB^c PN^d \quad (1)$$

donde

$$a + b + c + d = 1$$

siendo a, b, c y d las ponderaciones en la canasta del IPC de los bienes transables internacionalmente, de los regionales-Argentina, de los regionales Brasil y de los no transables, respectivamente.

Multiplicando y dividiendo el segundo miembro de (1) por PTI y operando convenientemente, se llega a:

$$P = PTI \left(\frac{PRA}{PTI}\right)^b \left(\frac{PRB}{PTI}\right)^c \left(\frac{PN}{PTI}\right)^d \quad (2)$$

Lo que es lo mismo que:

$$P = PTI pra^b prb^c pn^d \quad (3)$$

con

$$pra = \left(\frac{PRA}{PTI}\right)$$

$$prb = \left(\frac{PRB}{PTI} \right)$$

$$pn = \left(\frac{PN}{PTI} \right)$$

El diferencial logarítmico de (3) da lugar a :

$$\dot{P} = \dot{PTI} + b \dot{pra} + c \dot{prb} + d \dot{pn} \tag{4}$$

donde el punto encima del símbolo significa tasa de variación.

A partir de (4) podemos concluir que la variación de los precios internos converge en el largo plazo a la suma de la inflación internacional relevante para el país más la tasa de devaluación.

En efecto, si se asume que el comportamiento de los bienes transables a nivel internacional cumple la ley de un solo precio, se puede decir que:

$$\dot{PTI} = \dot{PTI}^* + e \tag{5}$$

donde:

\dot{PTI} = inflación a nivel de los bienes transables internacionalmente

\dot{PTI}^* = inflación internacional de dichos bienes

e = tasa de devaluación

Sustituyendo (5) en (4) se llega a:

$$\dot{P} = \dot{PTI}^* + e + b \dot{pra} + c \dot{prb} + d \dot{pn} \tag{6}$$

Como en el equilibrio de largo plazo, por hipótesis los precios relativos no se modifican, la tasa de inflación en dicho equilibrio será igual a la suma de la inflación en el resto del mundo y de la tasa de variación del tipo de cambio. Este ritmo de devaluatorio debe ser consistente con el financiamiento monetario necesario para cubrir el déficit fiscal ajustado por el ciclo.

V. LA INFLACION URUGUAYA EN LOS NOVENTA

Puede afirmarse que el plan de estabilización vigente ha sido exitoso: de una variación anual del IPC del 128.9% en 1990 se ha pasado a una del 17.1% en el año culminado en setiembre de 1997, en un descenso que puede ser calificado de sistemático y uniforme.

Tal como se puede apreciar en el Cuadro Nro.1, esta desaceleración de la inflación aparece aún más pronunciada si se tienen en cuenta otras medidas de la evolución de los precios internos. Siguiendo el trabajo de Furest y Vaz (1993), se halló la media común, la media sin los tres valores más bajos ni los tres más altos y la mediana de las variaciones anuales de los precios de los distintos rubros que componen la canasta del IPC. También se calculó el incremento anual de la media geométrica de dichos índices. En 1991, en estos cuatro casos, se obtuvieron cifras superiores a la variación del IPC, que estuvieron entre el 88.4% y el 90.8%. En 1996, estas cuatro medidas fueron inferiores al crecimiento del Índice de los Precios del Consumo y estuvieron entre 20.8% y 21.5% (ver Cuadro Nro.1).

En ciertos momentos, utilizar la devaluación como ancla de la inflación enlenteció la caída en la variación de los precios internos. En efecto, en el bienio 1994-1995, el comportamiento de la inflación externa relevante impidió una mayor disminución de la tasa de aumento de los precios uruguayos.

Pero, también es verdad que, en otros momentos, la importación de deflación internacional fue un factor explicativo de relevancia de la caída mostrada por la tasa de inflación uruguaya. Así, la apreciación del dólar en los mercados internacionales ha facilitado desde fines de 1995 la reducción del crecimiento de los precios uruguayos.

Por otra parte, ciertos shocks provenientes de la región y del resto del mundo, pueden identificarse como la razón fundamental de las varia-

ciones de precios relativos que dificultaron, especialmente en 1993, la convergencia de los registros inflacionarios a la suma del ritmo de devaluación y la inflación internacional.

La desaceleración de los precios de los bienes no transables ha sido más lenta que la del resto de los que componen la canasta del IPC. Hasta fines de 1994, este comportamiento no es de extrañar debido a los aumentos de gasto interno que se estaban registrando. También, se puede asociar a la existencia de mecanismos indexatorios, en un contexto en que el Plan todavía no había generado la suficiente credibilidad. Más recientemente, especialmente en 1996, la evolución de aquellos precios que dependen de decisiones de política nacional y departamental impiden una mayor convergencia de los precios de los bienes no transables.

V.1 Los precios de los bienes transables internacionalmente

Según el marco analítico utilizado, la evolución de los precios de los bienes transables a nivel internacional debería ser similar a la suma de la inflación externa relevante y la tasa de devaluación. En términos generales es lo que ha venido ocurriendo desde 1994, tal como puede apreciarse en el Cuadro Nro.2.

La inflación externa relevante se calculó en base a la variación de los precios mayoristas expresados en dólares de los siete principales socios comerciales, excluidos Argentina y Brasil, con un rezago de tres meses.

Cuadro Nro.1
DISTINTAS MEDIDAS DE LA EVOLUCION DE LOS PRECIOS
(variaciones últimos doce meses en %)

	Media geométrica (1)	Media (2)	Media +-3 (3)	Mediana (4)	IPC	IPM (5)
1991	88.5	88.4	89.3	90.8	81.5	68.6
1992	54.3	55.0	55.2	55.1	58.9	46.9
1993	48.7	48.1	47.7	50.5	52.9	31.1
1994	42.5	44.6	42.9	43.5	44.1	41.0
1995	33.9	34.9	34.7	34.4	35.4	27.7
1996	21.2	20.8	21.5	21.4	24.3	23.5

- (1) Se calcula la variación anual de la media geométrica de los índices de precios de los distintos rubros que componen la canasta del IPC
- (2) Media de las variaciones anuales de los índices de precios de los distintos rubros que componen la canasta del IPC.
- (3) Idem que (2) pero, no se consideran las tres variaciones de precios más altas y las tres más bajas.
- (4) Mediana de las variaciones anuales de los índices de precios de los distintos rubros que componen la canasta del IPC.
- (5) Índice de Precios al por Mayor de Productos Nacionales

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Instituto Nacional de Estadística

Cuadro Nro.2
LA INFLACION URUGUAYA EN LOS ULTIMOS AÑOS
(variaciones últimos doce meses en %)

En %	1991	1992	1993	1994	1995	1996	Set.97
1. Variación del IPC	81.5	58.9	52.9	44.1	35.4	24.3	17.1
Transables internacionales	80.7	50.5	39.0	38.1	33.2	21.3	14.0
Transables regionales (Argentina)	73.3	52.7	74.3	33.3	26.1	18.0	16.2
Transables regionales (Brasil)	58.9	60.1	32.1	57.2	30.1	18.5	16.9
No transables	89.9	64.8	56.2	48.1	40.0	28.1	18.2
2. Variación precios relativos							
Transables regionales (Argentina)	-4.1	1.5	25.3	-3.5	-5.4	-2.8	1.9
Transables regionales (Brasil)	-12.1	6.4	-5.0	13.8	-2.4	-2.4	2.6
No transables	5.1	9.5	12.4	7.2	5.1	5.5	3.7
3. Aporte precios relativos	0.8	5.5	9.7	4.3	1.5	2.1	2.5
Transables regionales (Argentina)	-0.6	0.2	3.8	-0.5	-0.8	-0.4	0.3
Transables regionales (Brasil)	-1.1	0.6	-0.5	1.3	-0.2	-0.2	0.1
No transables	2.5	4.7	6.1	3.6	2.5	2.7	2.1
4. Inflación externa relevante ajustada por devaluación doméstica	60.7	62.3	18.7	40.9	31.0	24.3	14.0
Devaluación	67.6	47.9	27.1	27.7	26.5	25.3	18.9
Inflación externa relevante	-4.1	9.8	-6.7	4.7	3.6	-0.7	-4.1

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Instituto Nacional de Estadística, del Banco Central del Uruguay y del Fondo Monetario Internacional

La "no convergencia" observada en años anteriores, particularmente en 1993, se podría explicar por el llamado "componente no transable" de los precios transables (márgenes de comercialización, costos de internación si los hubiera, etc.). Como se verá más adelante, es en este año en que se observa el mayor crecimiento del precio relativo entre los bienes no transables y aquellos que lo son a nivel internacional.

Tomar a la devaluación del peso uruguayo frente al dólar norteamericano como ancla nominal de la variación de los precios internos, significó "trasladar" a la inflación uruguaya vía el arbitraje operado a nivel del mercado de los bienes comercializables internacionalmente, el comportamiento de dicha divisa en los mercados internacionales a lo largo de los últimos años. Dicha evolución es el principal componente de las variaciones observadas en la inflación externa relevante en ese período.

Así, Uruguay "importó" la depreciación del dólar del bienio 1994 y de la primera mitad del año siguiente y la recuperación experimentada por esta moneda a partir del segundo semestre de 1995. La caída de los precios en dólares de sus principales socios comerciales fuera de la región que se ha venido reflejando en los precios uruguayos desde 1996 y, particularmente, a lo largo de 1997, ha contribuido a la aceleración de la caída que la inflación uruguaya ha venido mostrando en los últimos tiempos.

V.2 El comportamiento de los precios relativos

En los primeros años del plan de estabilización actualmente vigente, la economía uruguaya recibió dos importantes shocks: el de demanda proveniente de Argentina y la disminución de la tasa de interés internacional. A fines de 1994 y principios de 1995, se agrega el impacto del Plan Real brasileño. Estos shocks habrían sido uno de los principales factores explicativos de las modificaciones de precios relativos que enlentecieron la convergencia de la inflación uruguaya a la suma de la inflación externa relevante más la devaluación.

Luego, se sintieron los efectos de la recesión Argentina y, desde fines de 1996, los de su recuperación. La recesión impulsada por factores externos que Uruguay sufrió durante 1995 y hasta mediados del año siguiente, estaría detrás del hecho de que en 1996 la "inflación subyacente" haya estado por debajo de la devaluación (ver Cuadro Nro.1). En 1997, se dejó de importar deflación regional y comenzaron a sentirse presiones inflacionarias muy leves desde la región, especialmente desde Argentina.

En los primeros años del plan, la indexación hacia atrás, mecanismo bastante generalizado en la fijación de los precios de los bienes y servicios no transables, se unió a los shocks externos recibidos para explicar el comportamiento del precio relativo entre dichos bienes y servicios y los

comercializables a nivel internacional. En los últimos años, las prácticas indexatorias estarían en franco retroceso.

Más recientemente, se destaca el hecho de que el comportamiento de los precios controlados estaría impidiendo una más rápida convergencia de la inflación no transable. La evolución de los precios del resto de los bienes y servicios no transables está mucho más cerca de la de aquellos transables internacionalmente que la mostrada por los que dependen de decisiones de política nacional y departamental

V.2.1 La influencia regional

La expansión registrada por Argentina entre 1991 y 1994 fue acompañada por un aumento del gasto de los argentinos en territorio uruguayo. La situación de precios relativos asociada a la inflación en dólares experimentada por Argentina en 1990 estimulaba dicho gasto.

El turismo proveniente de dicho país, que ya era la gran mayoría del que recibía el Uruguay, creció en forma sostenida en dichos años, tal como lo refleja el comportamiento del rubro Viajes de la balanza de pagos y el crecimiento del Producto Bruto Interno (PBI) del sector Comercio, Restaurantes y Hoteles. También aumentaron las inversiones inmobiliarias argentinas en territorio uruguayo, lo que tuvo un fuerte impacto en el PBI del sector Construcción (ver Cuadro Nro.3).

Este aumento de la demanda regional a los precios vigentes generó un exceso de demanda que presionó al alza el precio de los bienes transables regionalmente, incrementándose su precio relativo con respecto al de aquellos que lo son internacionalmente. Así, en 1993, la inflación de los bienes comercializados en la región Argentina-Uruguay fue unos 25 puntos porcentuales superior a la de los que se transan a nivel internacional. Casi cuatro puntos porcentuales de la variación registrada por el IPC en dicho año, se explican por este hecho (ver Cuadro Nro.2).

El principal efecto inflacionario sobre Uruguay de la implementación del Plan Real brasileño fue el aumento del precio de la carne. El precio relativo entre este bien y el de los transables a nivel internacional creció un 20% en el año culminado en marzo de 1995, aportando casi 2 puntos porcentuales a la inflación uruguaya, cifra que puede considerarse una estimación del máximo impacto de dicho plan sobre la variación de los precios

internos uruguayos. A lo largo de 1996 y hasta setiembre de 1997, después de una inflación en dólares de casi 40%, los precios expresados en dólares en Brasil han aumentado un 3.5%. Por lo tanto, no es de extrañar que se haya desacelerado el crecimiento del precio relativo de la carne, el cual, en el año terminado en setiembre de 1997, creció 2.6% aportando 0.1 puntos porcentuales a la inflación uruguaya.

Obsérvese como el estar en una región cara en dólares hizo que Uruguay se convirtiera en un país caro frente al resto del mundo, tal como surge de la evolución de las inflaciones en dólares presentadas en el Cuadro Nro.4.

La devaluación del peso mexicano de diciembre de 1994 frenó la entrada de capitales a la Argentina, en un momento en que el crecimiento experimentado por su gasto público hacía aún más complicada la coyuntura. Tal como era de esperar, este shock de demanda negativo que enfrentó Uruguay se reflejó en la disminución del precio relativo entre los bienes comercializables en la región Argentina - Uruguay y los que lo son internacionalmente, así como en una caída del PBI de los sectores productores de bienes y servicios transables regionalmente.

Cuadro Nro.3 **INDICADORES Y EFECTOS DEL SHOCK ARGENTINO**

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	II.97
Crecimiento PBI Argentino (en %)	8.9	8.7	6.0	7.4	-4.6	4.3	7.8 ⁽¹⁾
Crecimiento del PBI en Uruguay del sector de Bienes y Servicios Transables Regionalmente (en %)	8.7	13.9	17.4	8.3	-9.9	2.6	12.6 ⁽¹⁾
Exportaciones uruguayas de turismo (en millones de dólares)	332.5	381.3	446.8	632.2	610.9	716.7	764.0 ⁽²⁾

(1) Variación porcentual con respecto a igual período del año anterior

(2) Para el año terminado en junio de 1997

Fuente: Elaboración en base a datos del Banco Central de Uruguay y de Argentina.

El crecimiento que ha venido mostrando el PBI uruguayo del sector de bienes y servicios transables regionalmente, el aumento de las exportaciones uruguayas de turismo y el incremento del precio relativo entre los

bienes transables en la región Uruguay-Argentina y los comercializables a nivel internacional, son los efectos que sobre la economía uruguaya ha tenido la recuperación económica que Argentina ha venido mostrando desde el tercer trimestre de 1996. El aumento de precios relativos mencionado hizo que en el año terminado en setiembre de 1997 se importara una inflación de 0.3 puntos porcentuales desde Argentina, panorama que contrasta con el de 1995, año en el que dicho país había "aportado" una deflación de 0.8 puntos porcentuales a la inflación uruguaya.

Cuadro Nro.4
INFLACION EN DOLARES EN LA REGION Y FUERA
DE ELLA

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	III.97 ⁽²⁾
Uruguay	16.2	14.9	12.6	20.8	13.1	7.1	1.3	1.1
Argentina	246.0	-5.1	17.2	5.9	3.7	2.0	0.0	0.6
Brasil	87.6	9.6	-12.0	38.0	27.0	10.1	0.0	3.5
Fuera de la región (1)	18.5	-4.1	9.8	-6.7	4.7	3.6	-0.7	-4.1

(1) Se consideran los precios mayoristas en dólares de Estados Unidos, de Japón y de nuestros principales socios comerciales en la CEE, ponderando de acuerdo a la importancia relativa en el comercio exterior uruguayo (exportaciones más importaciones de bienes).

(2) Año terminado en setiembre de 1997

Fuente: A partir de datos del INDEC argentino, de la Fundación Getulio Vargas en Brasil, del Fondo Monetario Internacional, del INE uruguayo y del BCU

V.2.2 El impacto del comportamiento del gasto interno

La disminución de la tasa de interés internacional se tradujo en un aumento del gasto interno. El mismo puede ser conceptualizado como el predominio de distintos efectos: del de sustitución de consumo intertemporal (se redujo la rentabilidad del ahorro o consumo futuro lo que estimuló el consumo presente), del aumento de ingreso nacional asociado a los menores egresos por intereses de los deudores locales ante el resto del mundo y de la mayor disponibilidad de financiamiento externo que gozó la región.

La magnitud registrada en 1991 del rubro Errores y Omisiones de la balanza de pagos, en un contexto en que también jugó el hecho que los precios en el resto de la región llevaron a una disminución del contrabando, y los saldos en cuenta capital del sector privado en el trienio 1992-1994³, hablan de una importante entrada de capitales que en gran parte debe haber sido repatriación de capitales (ver Cuadro Nro.5).

Tal como lo señalan Calvo y Végh (1994) existirían otras causas del aumento registrado por el gasto interno en Uruguay entre 1991 y 1994. Debido a la disminución de la tasa de interés real o de la nominal que provocan ya sea la falta de credibilidad, ya sea la inercia inflacionaria unida a una caída creíble en la tasa de devaluación, se habrían producido aumentos de gasto interno en Uruguay, así como en la mayor parte de los países en que se han implementado planes de estabilización que recurrieron al manejo del tipo de cambio.

Cuadro Nro.5
INDICADORES Y EFECTOS DEL SHOCK EXTERNO

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Tasa de interés internacional (Libor 6 meses, dólares USA)	8.4	6.1	3.9	3.4	5.1	6.1	5.6
Demanda interna uruguaya (variaciones en %)	-2.4	7.6	13.4	6.6	7.7	-2.3	4.7
Errores y omisiones en balanza de pagos (millones de dólares)	178.4	488.6	117.7	134.0	4.7	199.7	131.6

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central del Uruguay

Cabe destacar que la contrastación empírica de estas hipótesis no ha sido fácil. En efecto, a partir de los resultados disponibles es difícil sacar conclusiones sobre su importancia relativa frente a la de los shocks mencionados a la hora de explicar el aumento registrado por el gasto interno uruguayo entre 1991 y 1994.

Esta expansión del gasto interno está detrás del crecimiento verificado por el precio relativo entre los bienes no transables y los que lo son internacionalmente. (ver Cuadro Nro.2)

³ Del saldo negativo de 63.5 millones de dólares de 1991 se llegó a uno positivo de 193.2 millones de dólares en 1994.

Cabe destacar que, si bien la indexación hacia atrás también contribuyó a este incremento, no pudo haber sido el único factor explicativo del mismo. Sin la presencia de shocks externos no se podría haber observado en forma simultánea este aumento de precios relativos y la expansión experimentada por el sector productor de bienes y servicios no transables. Un aumento de precios relativos atribuible únicamente a indexación hacia atrás provocaría un exceso de oferta de bienes que se solucionaría mediante una recesión.

La caída verificada por la demanda interna en 1995 y primer semestre de 1996 fue reflejo de la recesión breve y atípica (no afectó mayormente a la inversión) que el panorama regional provocó en la economía uruguaya.

Contribuyó a que en 1995 se desacelerara el crecimiento del precio relativo entre los bienes no transables y los comercializables a nivel internacional. Dicha desaceleración se detuvo en 1996, reanudándose en 1997.

En un contexto en que parecen imponerse en el sector privado ajustes salariales mucho más cercanos a la tasa de devaluación que los observados en el trienio 1991-1994, habría que buscar una explicación alternativa a la de la indexación hacia atrás para explicar porqué la inflación no transable no ha convergido más rápidamente a la correspondiente a los bienes transables a nivel internacional.

V.2.3 Comportamiento reciente de la inflación no transable

El que la desaceleración de los precios de los bienes no transables haya sido más lenta que la del resto de los que componen la canasta del IPC, se explica principalmente por el comportamiento de aquellos precios que dependen de decisiones de política nacional y departamental (tarifas públicas, salud, servicios de transporte, impuestos municipales). El resto de los bienes no transables ha mostrado variaciones de precios mucho más cercanas a la inflación externa relevante ajustada por la devaluación doméstica (ver Cuadro Nro.6).

Este comportamiento de los bienes no transables refleja la forma en que se trató de reducir el déficit fiscal luego de haber alcanzado el 3% del PBI en 1994 y el impacto de la sequía y los aumentos del precio de petróleo de 1996. Además de disminuciones en la inversión pública (desde los altos niveles de 2.8% del PBI alcanzados en 1994) se ha recurrido a

aumentos en términos reales de las tarifas públicas. También la Intendencia de Montevideo está recurriendo en mayor medida a aumentos de precios y de impuestos y ha eliminado los subsidios otorgados a las empresas de transporte⁴.

La política de ajuste de los precios de los servicios de salud también ha contribuido a la menor velocidad con que está cayendo la inflación no transable.

Si se compara el comportamiento de 1996 con el del año terminado en setiembre de 1997, se advierte que los precios que dependen de decisiones de política nacional han mostrado una mayor convergencia con respecto a la inflación de los bienes transables internacionalmente.

En el año terminado en julio de 1996, los precios determinados por la Intendencia Municipal de Montevideo habían crecido más de 23 puntos porcentuales por encima de los correspondientes a los bienes comercializables a nivel internacional. Entre octubre de 1996 y setiembre de 1997, si bien esa brecha seguía siendo alta en comparación a la correspondiente al resto de los bienes no transables, se había reducido al 10.1%.

Los servicios de salud, las tarifas y la política departamental aportaron vía variación de precios relativos, 0.6, 0.7 y 0.7 puntos porcentuales, respectivamente, a la inflación de 1996. En el año terminado en setiembre de 1997, los aportes fueron de 0.5, 0.3 y 0.6 puntos porcentuales, respectivamente.

4 Téngase presente que el Índice de los Precios del Consumo se elabora a partir de una canasta de bienes y servicios representativa sólo del gasto de los hogares montevideanos. Por ello resulta sencillo identificar el impacto directo de la política de la comuna de Montevideo sobre el precio del servicio de transporte de pasajeros y los impuestos municipales.

VI. LAS PERSPECTIVAS DE LA INFLACION

A lo largo de 1997, el desplazamiento de la banda cambiaria llegaría al 14.7% (12.2% hasta octubre y 0.8% mensual a partir de noviembre) en línea con lo programado. Ante este comportamiento del ancla cambiaria, el hecho de que se puede esperar que los precios domésticos reflejen una deflación internacional ubicada entre el 4% y el 5% y suponiendo que el aporte inflacionario de los bienes y servicios no transables se mantenga en el 2%, parece lógico suponer que el año termine con una inflación del 14%-15%, en línea con lo anunciado por el equipo económico. Para 1998, las autoridades responsables de la conducción económica esperan que la inflación llegue a un dígito, que sea de 8%.

Cabe destacar que desde 1996 se ha puesto en marcha una reforma del sistema de seguridad social que lo convierte en uno mixto: régimen de reparto para los sectores de menores ingresos y creación de cuentas de ahorro personales administradas por empresas privadas para el resto.

En el corto plazo, esta reforma tiene un costo fiscal importante (1% programado para 1997). Téngase en cuenta que el BPS debe transferir parte de sus ingresos a las empresas administradoras de los ahorros previsionales. Sin embargo, se cuenta con financiamiento internacional y con la obligación impuesta a las AFAP's de comprar títulos públicos, para enfrentar dicho costo.

En una perspectiva de mediano y largo plazo, esta reforma implica abandonar una trayectoria que iba a llevar al déficit del sistema de seguridad social a un 10% del PBI, para transitar por una que lo llevaría a un 2% del PBI.

El programa de incentivos para el retiro anticipado de funcionarios públicos que también se puso en marcha en 1996 comparte con la reforma del sistema de seguridad social el implicar costos fiscales de corto plazo (0.2% del PBI programado para 1997), así como el contribuir a la disminución del déficit fiscal de largo plazo.

Esta reducción del déficit de largo plazo es justamente la que posibilitará que el éxito del actual plan de estabilización sea sostenible en el tiempo.

Cabe destacar que, en forma coherente con los lineamientos conceptuales del actual Plan, los aumentos de corto plazo del déficit fiscal se están financiando vía endeudamiento, adaptando la recaudación de impuesto inflacionario a la evolución descendente de la tasa de inflación que se consideró sostenible en una perspectiva de largo plazo.

Cuadro Nro.6
PRECIOS DE BIENES Y SERVICIOS NO TRANSABLES

	1996	Set.1996-Set.1997
1. Variación no transables	28.1%	18.2%
Política nacional	32.1%	19.2%
Política departamental	33.6%	25.5%
Otros	24.1%	16.1%
2. Variación precios relativos	5.5%	3.7%
Política nacional	8.8%	4.6%
Política departamental	10.1%	10.1%
Otros	2.3%	1.9%
3. Aporte precios relativos	2.7%	2.1%
Política nacional	1.8%	0.9%
Política departamental	0.6%	0.6%
Otros	0.4%	0.6%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Instituto Nacional de Estadística

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- Banda, A. (1993):** *"El fin del cuarto programa de estabilización"*. Mimeo. Trabajo presentado en las VIII Jornadas de Economía del Banco Central del Uruguay.
- Bergara, M, Dominioni, D. y Licandro, J. (1994):** *"Un modelo para comprender la "enfermedad uruguaya""*. Mimeo. Banco Central del Uruguay.
- Bergara, M. y Licandro, J. (1994) :** *"Credibilidad y política cambiaria: Experiencias recientes en Argentina y Uruguay"*. Revista de Economía. Banco Central del Uruguay. Vol. 1, Nro.1, Segunda Epoca. Mayo. Págs. 59-86.
- Bruno, M (1992):** *"Alta inflación y anclas nominales en una economía abierta"*. En *"Lecciones de la crisis: los programas de ajuste en América Latina"*. Banda, A., Della Mea, U., Vaz, D., compiladores, 1995.
- Calvo, G. y Végh, C. (1994a):** *"Inflation stabilization and nominal anchors"*. Contemporary Economic Policy. Vol.XII. Págs.35-45.
- Calvo, G. y Végh, C. (1994 b):** *"Estabilización en países de inflación crónica: el marco conceptual"*. Mimeo. Trabajo presentado en las Jornadas Internacionales de Economía del Banco Central del Uruguay.
- Dominioni, D. (1994):** *"Déficit del sector público ajustado por el ciclo"*. Revista de Economía. Banco Central del Uruguay. Vol. 1, Nro.1, Segunda Epoca. Mayo. Págs. 251-262.
- Furest, R. y Vaz, D. (1994):** *"Hacia una medición de la inflación subyacente en Uruguay"*. Revista de Economía. Banco Central del Uruguay. Vol.1, Nro.1, Segunda Epoca. Mayo. Págs. 213-244.
- Licandro, J. y Vaz, D. (1994):** *"Una visión sobre la inflación en el Uruguay. Análisis y perspectivas."* En "Análisis y propuestas del Consejo Superior Empresarial". Págs. 105-129.
- Licandro, J. (1996):** *"Principales objetivos de la política económica en los últimos años"*. Mimeo. Banco Central del Uruguay.
- Licandro, J. (1996):** *"Perspectivas para 1997"*. Mimeo. Banco Central del Uruguay.
- Lucas, R. (1986):** *"Principles of fiscal and monetary policy"*. Journal of Monetary Economics 17. Págs. 117-134.