

Dinero, déficit fiscal y reservas

Las declaraciones concedidas por el Presidente del Banco Central simultáneamente a un programa radial y a **Búsqueda**, publicadas en nuestra última edición, alcanzaron un nivel ejemplar de franqueza y de lucidez. Lamentablemente, al mismo tiempo, fueron muy específicamente las declaraciones de un funcionario técnico: alto funcionario, pero ajeno a la esfera de la decisión política. No contuvieron lo que no podían contener, pero que nosotros de todas maneras buscamos en ellas, de pura falta que creemos que le hace al país; una declaración, no sólo de conocimientos, sino de voluntad, que descienda a los detalles técnicos.

Las declaraciones fueron útiles, por de pronto, en el plano informativo. Surgió de ellas una cuantificación del déficit fiscal, que el Ministro Arismendi no había proporcionado: el 5 o/o del PBI en el primer semestre, 2 1/2 o/o en el segundo, gracias a las medidas fiscales adoptadas.

Es posible apreciar que, partiendo de un déficit del 5 o/o del PBI, las cuentas cierran. Grosso modo eso significa un déficit del orden de 500 millones de dólares, 250 en un semestre. Financiado con emisión debió causar una pérdida de reservas de magnitud semejante. A ella hay que sumarle la pérdida determinada por la caída de la base monetaria, que fue del orden de 100 millones de dólares en el primer semestre (al 26-6-82). En total, la información del Sr. Gil Díaz nos haría esperar una pérdida de reservas de 350 millones de dólares. Al 26-6-82, fue de 340.

Un déficit fiscal de 2,5 o/o del PBI vendría a representar un flujo de U\$S 125 millones en el 2o. semestre, financiable sin duda en alta proporción con recursos genuinos, domésticos y externos. La confianza que en este aspecto caracterizó la exposición del Sr. Gil Díaz parece razonable. La cuestión es si esa confianza será trasmisible a los tenedores de efectivo y de depósitos bancarios en pesos. De lo contrario, tendríamos una continuación

de la caída de la base monetaria, y con ello también de las reservas.

La cuestión crucial de las expectativas y la confianza gira en torno a dos puntos: por una parte, la cuestión del ajuste; por otra, la cuestión de la liquidez. El Sr. Gil Díaz expuso persuasivamente la tesis de que un ajuste sin devaluación en escalón, y con aceleración de la "tablita sucia", es perfectamente factible y nosotros creemos que el público, escéptico como sin duda se ha mostrado respecto de un ajuste deflacionario, está dispuesto a aceptar que la tablita acelerada puede lograrlo, a condición de que el esquema pueda aguantarse el tiempo necesario. Y la razón más obvia por la que esto podría resultar imposible sería, en nuestra coyuntura política, una crisis de liquidez del BCU.

El problema se traslada en realidad a decidir cuál es la naturaleza del oro del BCU. Si el oro integra las reservas, no hay problema, la posición de liquidez del BCU es a todas luces holgada. Si el oro no integra las reservas, y si los símbolos del honor nacional, hay problema, y para nosotros muy grave.

Preguntado sobre la cuestión del oro, el Sr. Gil Díaz primero respondió: "El oro sigue siendo un tema político muy importante", para en seguida afirmar que las perspectivas no indican que el BCU tenga que recurrir a su stock metálico. Pero lo que interesa es que, como sabíamos, pero nos resistimos a aceptar, la composición de las reservas es un tema político, y no un tema técnico, del resorte natural de quienes tienen la responsabilidad de custodiarlas. De este modo, como de varios otros, la irracionalidad irrumpe en el ámbito de la toma de decisiones, y causa estragos a los verdaderos intereses de la República.

En el segundo aspecto de este tema, o sea la liquidez del BCU dejando de lado el oro, la exposición del Presidente Gil Díaz no nos resultó del todo convincente. Los periodistas que lo entrevistaron sugirieron que los fondos de trabajo estaban llegando a un nivel críticamente

reducido. El entrevistado repuso que "los fondos de trabajo siempre fueron muy pequeños frente al resto de las reservas". Esto es hasta cierto punto cierto, pero menos que totalmente pertinente. Más oportuno que comparar los fondos de trabajo con el total del activo neto resulta contrastarlos con el pasivo inmediatamente exigible. En ese sentido, la relación entre fondos de trabajo y "dinero de alto poder" (efectivo en poder del público más encajes de los bancos privados) era a fin de junio la menor desde fines de 1975, del orden del 14 o/o de esos pasivos monetarios, comparable con 64 o/o a fines del '78, 56 o/o a fines del '80, 59 o/o a fines del '81 y 28 o/o a fines de marzo de este año.

Para concluir queremos destacar dos aspectos adicionales de las declaraciones del Presidente Gil Díaz. En primer lugar, el reconocimiento terminante de que la política inaugurada en 1974 ha aumentado la vulnerabilidad de la economía uruguaya frente a las perturbaciones externas y la apreciación certera de que hay un arbitraje entre la inmunidad frente a esos shocks y la capacidad de crecimiento. La apertura de la economía uruguaya ha corrido su ubicación sobre la curva de ese arbitraje, en la dirección del crecimiento. El Sr. Gil Díaz nos dice que podemos acercarnos, si lo deseamos, a la invulnerabilidad, mediante el retorno al cerrojo comercial y financiero, pero sólo a costa de alejarnos del crecimiento.

Finalmente, el Sr. Gil Díaz usó la misma franqueza y la misma clase de lucidez para comentar sobre la opción, reiteradamente sostenida por **Búsqueda**, de recomprar la base monetaria con reservas, y poner fin a la emisión de pesos uruguayos, por supuesto dejando de lado al Banco Central sin sus principales competencias. "Creo que es una opción absolutamente razonable" expresó, "y...acabaría con la desconfianza. Yo le veo muchas más ventajas que desventajas".

Si el Presidente del BCU está a favor, sería bueno saber quién está en contra.