

Hace una semana comenté la conferencia del Cr. Ricardo Pascale, Presidente del BCU, en la cual expuso los logros monetarios de la nueva administración. Hoy quiero ocuparme de dos temas conexos. En primer lugar, de la dependencia de esos logros del

**Director Responsable:**

Ramón Díaz  
**Editor:**  
 Danilo Arbillá  
**Directorio:**  
 Ramón Díaz, Manfredo Cikato, Pablo Fossati, Ramiro Rodríguez Villamil y Danilo Arbillá.

**Columnistas:** Daniel Gianelli (política) y Ricardo Peirano y Jorge Caumont (economía).

**Secretario de Redacción:** Miguel Arregui.

**Información política:** Gerardo Maronna, Claudio Paolillo y Alejandro Nogueira.

**Información económica:** Elraín Mannise.

**Indicadores económicos:** Javier de Haedo (coordinador) y Alejandro Echegorry.

**Información nacional:** Claudio Romanoff, Alvaro Gíz y Alvaro Amoretti.

**Información internacional:** servicios de DPA y ANSA.

**Cultura y espectáculos:** Sergio Acuesta (coordinador), Rodolfo Fattorusso y Barret Puig (columnistas), Milton Fornaro (libros) y Jorge Castro Vega (teatro).

**Medicina:** Jean Richerd.

**Deportes:** Mauricio Fernández Reyes.

**Columnistas:** Juan Carlos Pautier (fútbol) y Arsenio Motoiko (tenis).

**Humor:** Kid Gragea y Aldo Cammarota.

**Caricaturas:** Arotxa.

**Fotografía:** Milton Cea.

**Dibujación:** Nelson García Serra.

**Corresponsales:** Argentina: Félix Carreras. Brasil: Eduardo Varela. Columnista: José Pedro Ortiz.

**Administración:** Alfredo Bianchi Vargla.

**Búsqueda** es una revista semanal miembro de la Sociedad Interamericana de Prensa. Está inscrita en la Dirección de Industrias con la matrícula N° 2079. Con domicilio en Av. Uruguay 1023, teléfonos 906435, 906378, 906337 y 905664. Montevideo, Uruguay. Las opiniones vertidas en los artículos son de exclusiva responsabilidad de los autores. Precio de venta: NS 70. Impreso en Talleres Gráficos de Impresora Polo Ltda. D.L. N° 40.172. Distribución: Papacito

# Bien, por ahora

progreso alcanzado en materia fiscal, tanto a través de la reducción del déficit de la Tesorería como de la financiación progresivamente menos inflacionaria de ese desbalance. En segundo lugar, me propongo considerar los problemas que los métodos de financiamiento a que se ha recurrido plantearían de mantenerse el estancamiento económico, por no decir la regresión económica, de los últimos tiempos.

Más concretamente, a menos que se reanude en breve el crecimiento real, el financiamiento del déficit fiscal a través del incremento de la deuda genuina (no de la deuda con el Banco Central) se volverá insostenible. Entonces habrá que recurrir nuevamente a la maquinita impresora. Esta proposición es de sentido común, pero vale la pena destacarla e ilustrarla con cifras. Mi tesis, por otra parte, va un poco más lejos. Aparte de comprobar el carácter insostenible del método de financiamiento, voy a sugerir que la consiguiente inestabilidad del sistema está en alguna medida en la base del estancamiento. Por lo tanto, es una inestabilidad que se retroalimenta. Por lo tanto, no basta con financiar mejor el déficit, como efectivamente se ha hecho, sino que es imperativo reducirlo.

En una palabra, la imagen de la economía uruguaya que quiero proyectar se asemeja a la de aquel desventurado que se cayó del piso 100 del Edificio Empire State. Cuando pasaba en su descenso por el piso 50 advirtió expresiones de horror en los rostros de quienes le observaban desde las ventanas y quiso consolarlos. "No se preocupen", gritó, "que por ahora voy bien".

No todas las situaciones que van bien están llamadas a terminar de igual manera. Esta es la moraleja de la breve historia que les he contado, y a la vez de la algo más extensa que voy a narrarles en adelante.

**Financiación del déficit: progreso sustancial**

Desde 1982 a esta parte el progreso de nuestra Tesorería ha sido sostenido, tanto en lo referente al tamaño del déficit como al método seguido para financiarlo.

Esta es la parte alegre de la historia, que podemos leer en la Gráfica 1.

El lector podrá observar que entre 1978 y 1981 las tres líneas que componen la gráfica se confunden. Lo que acontece es que aún no había problema. La función todavía no había comenzado. Cuando el telón se levanta, en 1982, nos deja ver un cuadro terrorífico, con un déficit del gobierno central del 8% del producto (nunca había llegado a 6% en la historia del país) y vemos que la otra línea que se eleva acompañando a la del déficit es la del crédito del BCU/BROU, es decir, la financiación a través de la maquinita impresora. De ahí en adelante notamos que ambas líneas toman una tendencia descendente. La del crédito del BCU/BROU con mayor firmeza. La del déficit muestra un ascenso parcial en 1984, cuando los militares antes de irse quisieron probar que ellos también podían hacer demagogia, pero luego, en el año corriente, vuelve a descender. Naturalmente, en la medida que el crédito del BCU/BROU desciende más, algo tenía que subir para ocupar su lugar en la financiación del desbalance. Ello es la colocación de letras y bonos, que está representada por la tercera línea. Puede observarse que, en su ascenso, ésta corta a las otras dos. En 1984 ya es más importante la deuda genuina que la impresión de dinero. En el año en curso puede verse que la deuda pasa por encima del déficit, casi en un punto del PBI, de modo que la Tesorería ha estado ayudando a financiar el déficit parafiscal que se generó en el sector público financiero como consecuencia de la refinanciación de la deuda externa y las compras de carteras. Estos hechos son los que explican que el BCU haya podido cumplir airoso la meta fijada en el Memorando de Entendimiento para el incremento de su crédito doméstico: es que, en lugar de verse obligado a asistir a la Tesorería, la Tesorería le ha estado asistiendo a él.

**La financiación a través de la deuda: un método oneroso**

Después de la buena noticia, la mala: el progreso indudable en el método de financiar el déficit de

la Tesorería, el que nos ha salvado de una hiperinflación, tenía sin embargo un costo. Es un método bueno, pero no es un método gratuito. La deuda generada con tal fin debe ser servida. El servicio de amortización podría tal vez atenderse indefinidamente, mientras el crédito de la Tesorería se mantuviera a flote, con deuda nueva. Pero los intereses hay que pagarlos. Y aquí es donde surge la dificultad.

También hay una gráfica para la parte triste de la historia: es la gráfica 2. En ella también hay tres líneas. Las variables que éstas representan están medidas en términos de sus respectivas magnitudes en el año 1978. Todas están concebidas en términos reales (usando el IPC como corrector).

Apreciamos que los gastos corrientes ("corrientes" por oposición a gastos "de capital", o inversión) crecen hasta 1982, en ese año en forma abrupta, y luego entran en una tendencia declinante. Las otras dos líneas representan componentes del gasto corriente. Hay una, que llamo "suministros" que asciende junto con la del flujo mayor, y que inicia su descenso un año antes. La he seleccionado para integrar esta figura en razón de que el suyo es el descenso más acusado de todos los componentes del gasto corriente, y sirve en tal sentido de término de contraste para la tercera. (Llamo "suministros" a esta variable aunque en las publicaciones oficiales se la designa "gastos", o "gastos no personales", porque ninguna de estas designaciones la describe correctamente). La tercera línea, que representa el pago de intereses sobre la deuda pública, desciende hasta 1981, en virtud de que la deuda se contrajo en el lapso 1979-81. Y luego, a partir de 1982, comienza a crecer. Las fuerzas que impulsan este crecimiento son tres: (i) la depreciación del peso — ya que gran parte de la deuda está contratada en dólares — (ii) el aumento de las tasas de interés (aunque el movimiento de esta variable contiene también fluctuaciones a la baja en el período respectivo) y (iii) el crecimiento de la deuda. El análisis que estoy presentando se concentra en el tercer factor de incremento. Es admisible suponer que el tipo

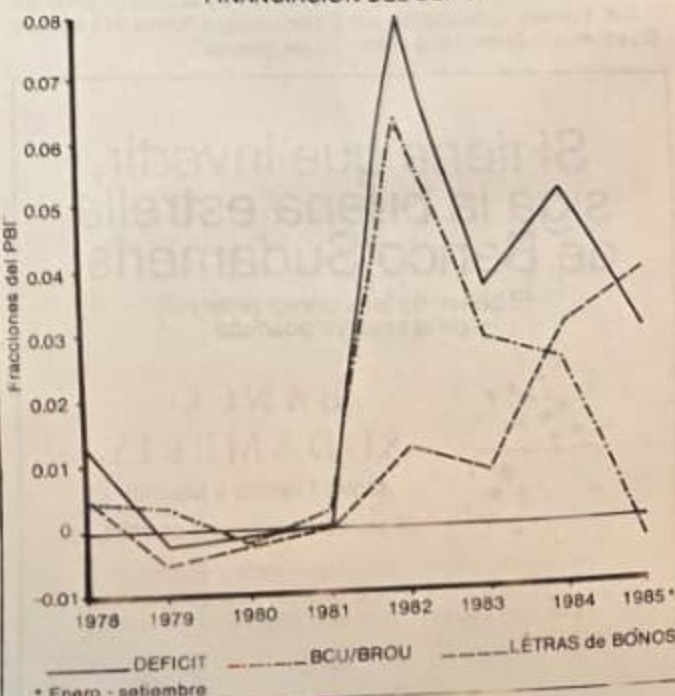
real de cambio y las tasas reales de interés se mantendrán constantes de aquí en más. Pero si tenemos un déficit y lo financiamos endeudándonos, sería inconsistente suponer que los intereses permanecen constantes.

A medida que la deuda crece, pues, hay que pagar más intereses. ¿De dónde sale el dinero? Hay tres posibilidades: de impuestos genuinos, de la impresión de billetes (impuesto inflacionario) y de más deuda. Examinemos esta triple alternativa, en orden inverso al enunciado.

expresada en esa moneda. La depreciación aparejara entonces una agravación del desequilibrio. La cuenta de intereses en pesos se asemejará a un cohete despegando de Cabo Cañaveral, y consiguientemente habrá que redoblar la emisión. En una palabra, nos precipitaríamos al abismo hiperinflacionario. La única salvación que queda son los impuestos genuinos, pero no podemos siquiera pensar en una presión fiscal en ascenso indefinido, que eventualmente nos llevaría a que el 100% del producto se dedicara a pagar impuestos para atender el servicio de la deuda.

En realidad, la única de las tres soluciones que es posible, por

GRAFICA 1  
FINANCIACION DEL DEFICIT



Si emitimos deuda para pagar los intereses, es evidente que le echamos leña a la hoguera. Por otra parte se trata de un método insostenible, en tanto que el crédito de la Tesorería tiene necesariamente límites. Si en lugar de deuda emitimos dinero, se nos agrava, por supuesto, la inflación, pero adviértase de qué peligrosa manera. El gobierno ve a tener que acudir al mercado de cambios con los billetes recién impresos para procurarse los dólares con que servir una deuda básicamente

más que desastrosa, es la hiperinflación, que probablemente llevaría a la bancarrota del Estado. No son perspectivas muy halagüeñas.

**■ Dónde está la solución**

Yo asisto a las discusiones sobre el tema del presupuesto con el ánimo conturbado. Se me antoja presenciar el forcejeo de un grupo de hombres que están al borde de un precipicio, por el que arriesgan despeñarse todos, pero

(pasa a la pág. 23)

## Bien, por...

(viene de la pag. 2)

sin que nadie dé muestras de tener conciencia del peligro. Hay quienes forcejean para elevar el gasto. Debe suponerse que éstos no tienen idea de la vecindad del abismo. Hay otros —los del gobierno— que forcejean para reducir el incremento del gasto, pero sin denunciar la proximidad del despeñadero. Tal vez incurran en esa omisión para no generar alarma, pero es dudoso que puedan lograr algo más que diferir un tanto la toma de conciencia de la real situación.

Esa toma de conciencia es inevitable, y debe proceder a la búsqueda de alternativas válidas a las sombrías perspectivas que he estado mencionando.

En cierto sentido, la solución es muy sencilla. No en cuanto a que pueda alcanzarse con facilidad, sino en tanto es posible resumirla en una sola palabra: crecimiento.

Con crecimiento real positivo no sólo sería posible que la economía absorbiera sin problemas niveles crecientes de deuda —dentro de ciertos límites, como es obvio— sino que el mismo déficit podría ser reducido a una magnitud en la que dejara de representar una amenaza.

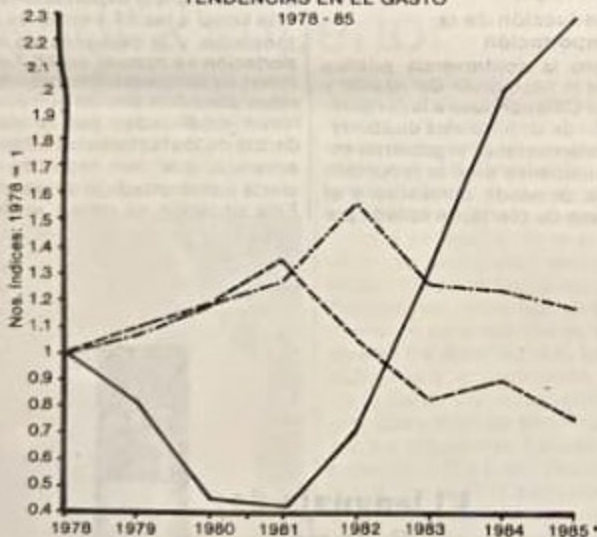
La dificultad, a mi modo de ver, radica en que la perspectiva de un fuerte desequilibrio monetario y cambiario aleja, junto con otros factores disuasivos, las posibilidades de inversión y crecimiento. Los agentes no perciben el peligro como inmediato, por eso su comportamiento deja traslucir un cierto grado de confianza, que se ha manifestado recientemente en un descenso de la velocidad de circulación de M 2 y en la evolución relativamente apacible del tipo de cambio. Pero no alcanza para inducirle a comprometer sus recursos en inversión real, porque el horizonte de ésta es suficientemente dilatado como para abarcar las tribulaciones que *in ovo* palpitan ya en el seno de nuestra economía.

Por lo tanto no hay más remedio que enfrentar el problema del déficit con verdadera drasticidad. El gobierno ha estado pensadamente tibio en este sentido. Los pronunciamientos de los economistas de los partidos, vertidos el verano pasado en el marco de la concertación, que instaban a la nueva administración a no reducir el gasto público, deben haber pesado significativamente en la actitud gubernamental. Pero a medida que el tiempo pasa, y que se pone de manifiesto que la pa-

lanca que debía mover la producción —que para los economistas partidarios era un salario real creciente— era en realidad sólo una palanca de papel, y se comprueba en cambio que el estancamiento y la recesión siguen tan cam-

pantes, el gobierno no puede mantenerse en la tesitura de que las cosas van relativamente bien. Porque, aun en los aspectos en que las apariencias indican tal cosa, que son los de índole monetaria, ello es sólo por ahora.

GRAFICA 2  
TENDENCIAS EN EL GASTO  
1978 - 85



\* Valores para 1985 anualizados por extrapolación del período enero-setiembre

Para estas Fiestas regale  
**SERVICIOS DE SUOMI**  
El presente que nadie olvida



# ¡Hola

*Sin matrícula*

Ver  
sorprenda  
ade

# S

Cuerp

SUOMI Dr. José