

Director Responsable:
Ramón Díaz.

Editor:
Danilo Arbilla.

Directorio:
Ramón Díaz, Manfredo Cikato, Pablo Fossati, Ramiro Rodríguez Vitamil y Danilo Arbilla.

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

Secretario de Redacción:
Miguel Arregui.

Información política: Gerardo Maronna, Claudio Paolillo, Alejandro Nogueira, Alfonso Lessa y Luis Casal Beck. **Información económica:** Efraín Mannise. **Indicadores económicos:** Roberto Paullier, Alejandro Echegorry, Carlos Mermot, Carlos Rey, Manfred Dix y Gabriela Inciarte. **Información nacional:** Alvaro Giz, Alvaro Amoretti, Gabriel Recarte y Claudio Romanoff. **Información internacional:** Yanina Olivera, Servicios especiales de "The Washington Post", "Los Angeles Times", "The Guardian" DPA y ANSA. **Cultura y espectáculo:** Sergio Lacuesta (coordinador), Rodolfo Fattoruso y Barret Puig (columnistas), Jorge Castro Vega (teatro), Alvaro Sanjurjo Toucon (cine) y Enrique Hetzel (jazz). **Medicina:** Jean Richerd. **Deportes:** Mauricio Fernández Reyes. **Columnistas:** Juan Carlos Paullier (fútbol). **Humor:** Kid Graega, Aldo Cammarota y Leslie.

Archivo: Florencia Herrera. **Fotografía:** Milton Cea. **Diagramación:** Nelson García Serra. **Corresponsales:** Pablo Montaldo (Brasil), Félix Carreras (Argentina), y José Pedro Ortiz (columnista). **Administración:** Alfredo Bianchi Varela.

Busqueda 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, tel. 906435, 906376, 906337 y 905664. Montevideo, Uruguay. Las opiniones vertidas en los artículos son de exclusiva responsabilidad de los autores. Precio de venta N\$ 300.-. Impreso en Talleres Gráficos de Impresora Polo Ltda. Paysandú 1179. Tel. 920452-60. D.L. N° 40.172. Distribución: Papaclito.

por Ramón Díaz

¿A cuánto alcanza el déficit? Ha llegado el momento de intentar la solución del acertijo, con los datos disponibles, y esperar que quienes tienen la información le corrijan a uno.

Pero antes: ¿Por qué el déficit nos interesa? Pues es muy sencillo. La inflación es un impuesto. Cuando el déficit supera cierto nivel —digamos, 2 puntos porcentuales del PBI en el Uruguay— el gobierno tiene que emitir para financiarlo, y ello genera inflación.

A veces se señala que puede haber inflación sin déficit, y se muestra el período previo a 1962, primera vez que el desequilibrio fiscal llegó al nivel peligroso que indicábamos (y de paso más que lo duplicó). Pese a ello ya teníamos antes una señora inflación de dos dígitos. Bien miradas las cosas, sin embargo, había ya a través de toda la década de los '50 un déficit oculto, financiado con redescuentos. Se originaba en un programa implícito de subsidios al sector privado empresarial. Según mis cálculos, que hace años publiqué en **Busqueda** un tercio del subsidio iba a parar a los bancos, y el resto al sector industrial. Pero, en fin, eso ya es historia.

El déficit puede financiarse con deuda (externa e interna), con consumo de reservas internacionales, y con emisión. Si definimos la deuda externa con contenido neto (obligaciones externas menos activos de reserva de la banca), el uso de reservas para cubrir el déficit queda subsumido en la deuda. Entonces como primera aproximación tendríamos que la inflación es una secuela de que el déficit sea mayor que la capacidad de las autoridades para endeudarse. Sin embargo, si las autoridades se endeudan a un ritmo insostenible —en seguida trataremos de definir éste— los agentes económicos van a prever el momento en que la emisión tendrá que apuntalar al endeu-

La economía a vuelo de pájaro:

En busca del déficit evasivo

damiento como expediente de financiación, demandarán entonces menos saldos de caja, y el efecto inflacionario se adelantará.

Para saber qué es un ritmo sostenible de endeudamiento hay que tener presente que la deuda que se contrae hoy aumenta el déficit de mañana con los intereses consiguientes. Al mismo tiempo la economía crecerá entre hoy y mañana, y con ella la capacidad de recaudar impuestos. Si el déficit incremental por intereses supera el crecimiento de la base impositiva, el ritmo no es sostenible, e indudablemente es inflacionario.

Y ahora sí, preguntémosnos a cuánto asciende el déficit.

■ La cresta del iceberg

Lo que suele llamarse el déficit fiscal en nuestro medio —impropiamente— no es más que la cresta de la masa desequilibrante que asoma fuera del agua. Aquí, si bien la información sobre los rubros individuales es increíblemente restrictiva —imagínense ustedes que engloba el pago de salarios a los funcionarios con el apoyo al sistema de seguridad social, con lo que nos quedamos sin saber sobre ninguno de los dos rubros— los números totales y subtotales, los que registra el Cuadro 1 anexo a este artículo, son razonablemente claros. Allí vemos que los ingresos están 6% sobre el nivel del año pasado, lo que es un excelente resultado, visto que el crecimiento real reconocidamente se ha amortiguado fuertemente. Al mismo tiempo, el aumento de los gastos ha sido más pujante aún: 10,4%, siendo la tasa de crecimiento de la in-

versión, 21%, sencillamente espectacular.

Tal vez tenga ocasión de mostrar en la próxima nota que el gasto fiscal —en el sentido restringido e impropio usual— viene creciendo, no sólo a gran velocidad, sino a una velocidad creciente. Pero como todo lo relativo al déficit "fiscal" es bastante conocido, y la parte menor del problema, sigamos adelante.

■ El déficit "parafiscal"

El rubro principal dentro de este capítulo es el que concierne al Banco Central. Como recordaba en el último artículo, esta institución compró carteras y tomó a su cargo obligaciones de empresas públicas con banqueros internacionales, todo por encargo del gobierno, y también por instrucciones del poder político, presuntamente, omitió debitar hasta ahora las pérdidas generadas por esas operaciones.

Pero sobre todo esto remito al lector al artículo de una semana atrás. Enfrásquemonos ahora en los números del Cuadro 2.

Este tiene cuatro columnas de números, las de los dos períodos a comparar, una tercera que registra la diferencia entre ellas, y una cuarta que saca el porcentaje de cambio cuando ambas tenían el mismo signo en los dos años, único caso en que el porcentaje dice algo inteligible. Está dividido en dos paneles, el superior que dice en qué el BCU empleó fondos, y el inferior que nos informa de dónde salieron los fondos invertidos. Sugiero que comencemos a mirar el cuadro desde abajo.

La última línea es la que nos dice cuánto ha emitido el BCU. Como es obvio, es la fuente de

financiamiento de última instancia, de ahí la ubicación de esta línea. La colocación de letras implica el recurso del BCU al crédito del sistema financiero, lo mismo que el crédito tomado a los bancos privados (dos líneas más arriba). El BCU ha estado tomando prestado fuertemente en el mercado de "call", o sea el mercado de préstamos de un día para otro entre bancos, como forma de financiarse (o de esterilizar los efectos de su expansión crediticia, si esa forma más alambicada de decir lo mismo se prefiere). La línea intermedia, presumiblemente consistente en recuperos de las carteras compradas, también viene a equivaler a tomar crédito del sector privado (tomar un préstamo y cobrar un crédito tienen el mismo efecto). Luego viene la línea que registra el enorme apoyo crediticio del BROU. Este capta fondos en el mercado monetario y deposita en el BCU, según creemos parte en pesos y parte en dólares, y en buena medida a tasas de interés inferiores al costo marginal de sus fondos. Asimismo el BROU ha acumulado un acervo de efectivo en bóveda enormemente por encima de sus necesidades técnicas, con el consiguiente efecto contractivo, por

lo que aquí se trata su importe como crédito de dicha institución al BCU. La línea superior registra una pequeña pérdida de reservas internacionales, o sea también un incremento del endeudamiento neto, básicamente como todas las anteriores. La suma de crédito tomado más expansión monetaria en enero-mayo suman N\$ 69,5 mil millones, unos US\$ 220 millones. Proyectado al año (sin derecho a hacerlo, en rigor, y con el solo fin de dar una idea de la magnitud en juego) estamos en el orden de 7 a 8 puntos porcentuales del PBI. Esa enorme suma fue invertida en la forma que detalla el panel superior.

El estado financiero del BCU en que el Cuadro 2 se basa no es explícito en cuanto al último rubro del panel de Usos, pero presumo que debe haber habido una cancelación parcial (y tal vez temporaria) de deuda externa, del orden de US\$ 65 millones. Bajo ese supuesto no es parte del déficit. El rubro superior no debe ser tomado en cuenta si lo hacemos por separado, en el examen de la Tesorería, el BHU, etc. Eso nos deja enfrentados al rubro de la segunda línea que se llama "Déficit del BCU" y que merece un comentario aparte.

En los días de la dictadura, al menos mientras las cosas marcharon aparentemente bien, los ciudadanos estábamos, **mirabi-**

(pasa a pág. 23)

CUADRO 1
EL DEFICIT FISCAL EN 1987-88
4 PRIMEROS MESES
En miles de mm de N\$ de ene-abr de 1988

	1988	1987	% aumento
Ingresos	122.5	115.6	6.0
Gastos	138.5	125.4	10.4
Gastos corrientes	119.2	109.5	8.9
Inversión	19.3	15.9	21.0
Déficit	16.0	9.8	62.6

Fuente: BCU

La economía a vuelo de pájaro

(viene de pág. 2)

El déficit parece acelerarse

Cuando el presente gobierno asumió funciones, la economía uruguaya llevaba cosa de tres años y medio de contracción, y una contracción intensa aparte de extensa. Luego comenzó una expansión y muchas magnitudes se pusieron a subir. Por lo tanto muchas variables económicas deben de haber descrito en estos tiempos movimientos descriptibles por una curva de tendencia como la de los dos gráficos que acompañan este artículo, con un mínimo en el fondo del valle cíclico.

¿Hasta qué punto es dable esperar que esa clase de movimiento abarque las variables consistentes en flujos fiscales? Ciertamente, los ingresos por impuestos siguen esa ley matriz, ya que suelen contraerse y

expandirse con el producto, y todavía a una tasa más que proporcional a la del producto físico. Pero ello no es fatal tratándose de gastos. Al contrario, el conocido concepto de finanzas anticíclicas presupone que los gastos se mantienen al margen de las respectivas fluctuaciones, por lo cual las de los ingresos determinan ingresos excedentes en la expansión y gastos excedentes en la fase contraria. En el caso uruguayo, no obstante, los flujos de gastos también rebotaron en el fondo del valle, hacia donde habían caído impulsados por la baja de la recaudación y por la existencia de un gigantesco desequilibrio, y se pusieron a crecer aceleradamente. Este observador ajustó con buen resultado tendencias parabólicas a los ingresos y gastos del gobierno central, y a varios componentes de éstos.

El gráfico I ilustra el caso del rubro "Remuneraciones y Previsión Social", que es lo que brindó mejor ajuste. Por su parte, la aceleración implícita en la tendencia parabólica es más marcada en el rubro "Inversión".

Lo más interesante es que el rubro ingresos registró su mínimo en el primer trimestre de 1984, mientras que los egresos lo hicieron en el segundo de 1985 (y Remuneraciones y Previsión Social recién en el cuarto del mismo año). El resultado fue una reducción del

déficit en la parte inicial de esta Administración, pero en el momento actual la tendencia es a que el desequilibrio se agrande.

El gráfico II, cuyo ámbito cronológico es totalmente distinto a los de las variables que recién comentaba, y su fundamento la simple observación de los números, representa la suma del déficit trimestral del gobierno central más el saldo de "Otras Cuentas Netas" del balance monetario del BCU, y su movimiento también resulta

adecuadamente descriptible por una parábola. El mínimo se verificó en el cuarto trimestre de 1986, y a partir de entonces el desbalance representado por estos dos componentes, que tengo por los dos principales del déficit global del Sector Público, muestran un crecimiento acelerado.

Estas consideraciones, sumadas a las que expuse en el último artículo, me vuelven difícil aceptar las afirmaciones que provienen de fuentes oficiales en cuanto a que el déficit global continuará descendiendo. Como sobre los puntos anteriores, este articulista agradecerá que se le corrija. Es preciso destacar que las predicciones oficiales deben estar basadas en información sobre el futuro curso de las variables, mientras que yo me he apoyado exclusivamente en la observación de los hechos pasados, e implícitamente en la extrapolación de las tendencias. A lo que, faute de mieux, pienso que tenía derecho.

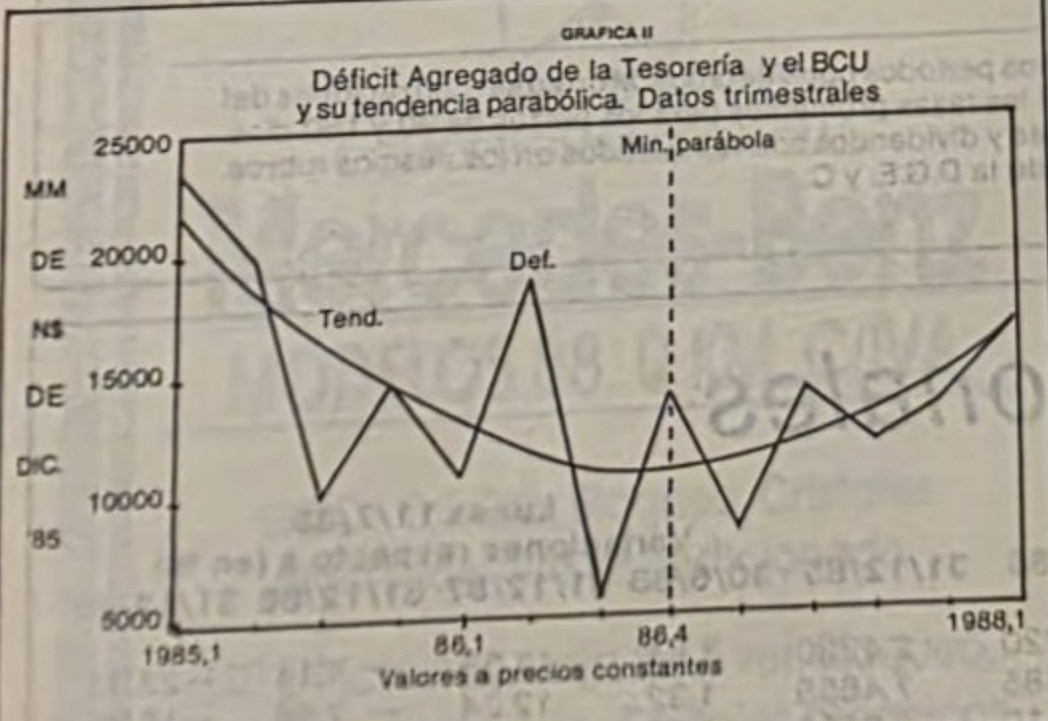
Estas consideraciones, sumadas a las que expuse en el último artículo, me vuelven difícil aceptar las afirmaciones que provienen de fuentes oficiales en cuanto a que el déficit global continuará descendiendo. Como sobre los puntos anteriores, este articulista agradecerá que se le corrija. Es preciso destacar que las predicciones oficiales deben estar basadas en información sobre el futuro curso de las variables, mientras que yo me he apoyado exclusivamente en la observación de los hechos pasados, e implícitamente en la extrapolación de las tendencias. A lo que, faute de mieux, pienso que tenía derecho.

Confíe su viaje de negocios o placer a una organización con todos los medios técnicos: Jorge Martínez y Asociados

Pasajes, excursiones, alquiler de automóviles, abonos de tren, cruceros y todos los servicios que Ud. espera de una agencia moderna.



Antonio Pastorno, Alicia Masill, Héctor Ellis, Ingrid Lotgren, Alejandro Barón, Nilca Cuadra, Jorge Martínez y Elna Rizzardi.



**AQUI ESTAN
LOS BUENOS NEGOCIOS
AUTOMOTRICES**



Jorge Martínez y Asociados

Un mundo de experiencia