

OPINION Y ANALISIS

editorial

El gran tema es la racionalidad

El tema del oro es importante. Se trata de decidir si el peso del oro en las reservas brutas del país, de aproximadamente dos tercios, es correcto, o —como algunos proponen— debería reducirse de manera sustancial. El tema de la deuda externa también posee excepcional interés. Se trataría de decidir el destino a darse a los recursos disponibles a partir de una hipotética venta de oro; en concreto, si con ellos debería cancelarse deuda externa, a través de alguna negociación con los acreedores, o en cambio deberíamos sentirnos inhibidos para ello en razón de la perspectiva de una eventual remisión por parte de los acreedores, o de sus gobiernos, o en razón de la solidaridad con otros deudores de nuestra misma región, a quienes nuestra disposición a amortizar podría restar poder negociador.

Con ser estos temas, como decíamos, sobremanera importantes, hay otro que, en estrecha relación coyuntural con ellos, los sobrepasa en significación. Se trata de la posibilidad que se abre ante nosotros, de discursar en torno a aquellas cuestiones sobre un plano de racionalidad. En particular, a propósito del oro, ello sería excepcional en la experiencia uruguaya. Si lo sabremos nosotros, que llevamos década y media tratando en vano de dialogar al respecto. Públicamente, nunca pudimos pasar del monólogo. En privado, los interlocutores han estado dispuestos al sigiloso comentario: "Sí, ustedes tienen razón, pero no es políticamente factible". Sobre el tema del oro, por supuesto, y sobre tantos otros. Una profusión de vacas sagradas, como dicen que suele ocurrir en la India, han atascado el tránsito; en nuestro caso, cerrando el camino hacia la discusión sensata, hacia el análisis sereno, y eventual solución racional de nuestros problemas. En la ruta temática sobre la que ahora estamos transitando, todo parece indicar que ha sobrevenido un promisorio descongestionamiento.

Pensamos, por tanto, que el Senador Jorge Batlle ha efectuado una contribución positiva a la calidad de la convivencia nacional con sólo haber planteado la cuestión del oro, más allá de la solución que se adopte, o deje de adoptarse, o de la opinión que predominantemente se forme al respecto la ciudadanía, después de haber oído los argumentos en un sentido y en el otro, y más allá de los efectos que tales opiniones surtan sobre la distribución de las balotas en las urnas. El hecho es que tenemos a una de las vacas sagradas frente al aparato de rayos X, y todos los uruguayos vamos a poder discutir sobre sus entrañas. Y después, inevitablemente, las otras vendrán en tropel para ser análogamente examinadas: las que pacen en el potrero de la educación, y las que abrevan en el jagüel de la salud, y las que dormitan a la sombra del gigantesco ombú de las empresas estatales. ¿No es como para que el alma le rebose a uno de optimismo?

En cuanto a los temas que enumerábamos al comenzar, permítasenos tocar hoy el del oro. Sin vincularlo por el momento con la deuda, en parte por razones de tiempo, en parte para hacer resaltar su autonomía. Des-

pués de todo, nosotros comenzamos a ocuparnos de él mucho antes de que la deuda externa uruguaya alcanzase su inquietante dimensión actual.

Ambientémonos con algunos hechos. La bicéfala banca central uruguaya que llamamos BCU/BROU es poseedora de 3,14 millones de onzas de oro —pi millo- nes es una buena fórmula mnemotécnica— lo que equivale a algo más que 100 toneladas. El total de los países tienen reservas oro de 940 millones de onzas, o sea que somos dueños del 3,3 por mil del total. Nuestros activos de reserva, o reservas brutas, tomando el oro a 420 dólares la onza, ascienden a casi exactamente 2 mil millones de dólares, de los cuales casi exactamente dos tercios son oro. Las reservas brutas mundiales ascienden a 1,1 billones, por lo que nuestros activos de reserva representan el 1,8 por mil, una proporción bastante menor. Por consiguiente nuestros activos de reserva distintos del oro tienen que representar una proporción muy inferior a las de las reservas oro respecto del total mundial: de hecho, representan algo menos que el 1 por mil.

Los datos uruguayos, que corresponden a agosto, están tomados del Boletín Estadístico del BCU; los mundiales, que provienen del último informe anual del **Bank for International Settlements (BIS)** de Basilea, se sitúan a fines de 1987. En ambos casos hemos ajustado los números en función de la baja del precio del oro, cuyo nivel medio reciente, de 420 dólares, hemos presumido pertinente para ambos grupos de datos. En conjunto, ellos sugieren que la composición de las reservas brutas uruguayas, es fuertemente atípica, con una proporción de 66% de oro, cuando la media mundial es de 36%.

El sesgo que se aprecia es mayor aún si excluimos de la comparación a los países más desarrollados y a los exportadores de petróleo. El grupo restante, en el que por supuesto ubicamos al Uruguay, mantiene en conjunto apenas más del 10 por ciento del total de las reservas metálicas centrales, concretamente 100 millones de onzas, lo que hace que nuestro **stock** de oro alcance a 3,14 (p) por ciento del total de este subconjunto. Mientras tanto estos países tienen reservas no áureas de 195 mil millones, frente a nuestros 670 millones. O sea que tenemos 3,4 por mil del total, cabalmente un orden de magnitud menos que para el oro.

La atipicidad de la cartera financiera de nuestra autoridad monetaria, y su notable concentración en el metal amarillo, resaltan asimismo si comparamos reservas con importaciones. Volviendo al ámbito mundial como término de referencia, tenemos que todos los países en conjunto mantienen en forma de reservas oro 2 meses de importaciones, mientras que nosotros mantenemos 13 meses.

La misma clase de comparación nos revela que, por más que en menor grado, nuestras reservas de divisas también exceden de lo habitual en términos de su

cociente con importaciones. El mundo en general tiene en tales reservas 4 meses de importaciones, nosotros 8.

Por tanto, si tomamos la media mundial como criterio de sensatez, tanto la composición como el tamaño global de nuestras reservas están gravemente equivocados. Si el ver que más de 4 mil millones de personas van por un camino totalmente distinto de nuestros magros 3 millones no nos convence de que debemos revisar nuestras pautas sobre reservas, no sabemos realmente qué podría lograrlo.

Las consecuencias de nuestra excentricidad se aprecian de modo diferente si se tienen en cuenta las implicaciones de la deuda externa y de la carga que ella representa. Pero si, como habíamos resuelto, en esta preliminar ocasión nos abstenemos de hacerlo, de todos modos el gravamen social implícito en nuestra extravagancia salta a la vista.

Se trata, ni más ni menos, de que hemos abjurado de la virtud, esencial para una cartera financiera, de la diversificación, y encima tenemos una concentración sumamente pesada en un activo muy riesgoso. No hayen realidad ninguna razón válida para analizar la cartera financiera de un banco central con criterios distintos de la de una empresa cualquiera o de una familia. Si bien algunos analistas financieros aconsejan la inclusión de un cierto **stock** metálico en una cesta financiera, no conocemos ningún caso en que se recomendase una proporción tan alta como el 10%. Como expresa el Profesor John Williamson, conocido experto en materia de finanzas internacionales y ex asesor del FMI, el oro es hoy en día un activo **ilíquido y altamente especulativo**. Si los bancos centrales del mundo aún conservan de él en conjunto un **stock** considerable, es precisamente por la dificultad de venderlo en conjunto sin provocar una caída espectacular de su precio. Sin embargo, no es posible descartar de manera total este acontecimiento, que para nuestro país sería sencillamente catastrófico.

De hecho, la tendencia actual de las autoridades monetarias parece ser vendedora. En 1987, según datos del BIS, éstas vendieron en conjunto a agentes privados unos 2,9 millones de onzas (apenas menos que el **stock** uruguayo). Ello a pesar de que Taiwán compró 2 millones, y Filipinas algo más de medio millón. Colombia y Perú entre ambos vendieron cerca de dos millones, y Rumania y Hungría 1,6 millones. Canadá por su parte, en el contexto de un plan, vendió 1.2 millones de onzas, mientras Bélgica redujo su **stock** en 0,6 millones.

Como primera aproximación, usando sólo los elementos de juicio manejados hoy, diríamos que el Uruguay debería mantener un **stock** de oro del orden de dos meses de importaciones, o sea aproximadamente medio millón de onzas, lo que implicaría vender unos 2,700 millones. Con el debido asesoramiento, pensamos que ello podría llevarse a cabo, sin peligro de influir apreciablemente sobre el precio, en el término de un par de años.