

Director Responsable:
Ramón Díaz.

Editor:
Danilo Arbilla.

Directorio: Ramón Díaz, Manfredo Cúrate, Pablo Fossati, Ramiro Rodríguez Villamil y Danilo Arbilla.
Columnistas: Daniel Gianelli (política) y Jorge Caumont (economía).

Secretario de Redacción: Miguel Arregui.

Información política: Claudio Paolillo (jefe), Gerardo Maronna, Alfonso Lessa, Luis Casal Beck, Alvaro Amoretti, Nelson Fernández.

Información general: Alejandro Nogueira (jefe), Efraín Mannise, Alvaro Giz, Gabriel Recarte, Claudio Romanoff, Mónica Bottero.

Indicadores económicos: Roberto Paullier (coordinador), Javier de Haedo (columnista), Carlos Mermot, Gustavo Michelín, Julio De Brum, Lorenzo Helguera y Gabriela Inciarte. Información internacional: Yanina Olivera - Servicios especiales de "The Washington Post", "Los Angeles Times", "The Guardian", DPA, ANSA y AFP. Cultura y espectáculos: Sergio Lacuesta (coordinador), Rodolfo Fatoruso y Barret Puig (columnistas), Jorge Castro Vega (teatro), Alvaro Sanjurjo Toucon (cine) y Enrique Hietzel (jazz). Medicina: Jean Richerd. Deportes: Mauricio Fernández Reyes. Columnista: Juan Carlos Paullier (fútbol). Humor: Kid Gragea, Aldo Cammarota y Leslie. Archivo: Florencia Herrera. Fotografía: Milton Cea. Diagramación: Nelson García Serra. Corresponsales: Pablo Montaldo (Brasil) y Zelmar Lissardy (Argentina). Administración: Alfredo Bianchi Varela.

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, tels. 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: Papacito.

Ante el recrudecimiento de la inflación:

Lo que aún le falta saber sobre el déficit

por Ramón Díaz

En mi último artículo mostré, entre otras cosas, el papel protagonista que el Banco República (BROU) ha estado desempeñando este año en el suministro de fondos al Banco Central (BCU), totalizando a fines de julio N\$ 48,7 mil millones, o 41,1% de las fuentes totales que nutrieron a la institución prestataria. Es significativo reparar además en que los fondos aportados por el BROU durante los primeros 7 meses de este año superaron en términos reales los que vertió un año atrás en el lapso equivalente nada menos que en 61,8%. En mi percepción, este rasgo de nuestra coyuntura está determinado por las necesidades de financiar el déficit parafiscal. Para el Director de Planeamiento y Presupuesto, en declaraciones formuladas ante la Comisión de Presupuesto de la Cámara de Representantes, en otros aspectos ya glosadas desde esta misma columna, esos movimientos obedecen sencillamente a la colocación de excedentes de liquidez de la institución prestamista. La cuestión no es decisiva para el sustento de mi tesis, pero es de importancia suficiente para que me detenga un instante a analizarla.

Conviene comenzar adquiriendo una idea de los órdenes de magnitud en que nos estamos moviendo. Preguntémosnos a cuánto ascendía el endeudamiento del BCU con el BROU al último cierre mensual de cuentas (julio). En materia de depósitos de encaje, el saldo era de casi N\$ 107 mil millones. Todos los bancos tienen depositada la mayor parte de sus reservas líquidas en el BCU. Pero se trata de una colocación no rentable, y los bancos tratan de conservarla a un nivel mínimo. Las reservas líquidas son una necesidad en razón de los depósitos, y por lo mismo su nivel requerido, técnica o legalmente, es una función del stock

de depósitos. Si el BROU mantuviera depósitos de encaje en la misma relación a depósitos de terceros, que la banca privada, tendría que mantenerlos en el orden de 40 mil millones. De modo que los depósitos excedentarios del BROU en el BCU en concepto de reservas líquidas ascendían, en la fecha indicada, a unos N\$67 mil millones, unos US\$ 180 millones. Es inconcebible que una institución tenga depósitos excedentarios de encaje por una suma apreciable, y no digamos nada gigantesca, a menos que sus metas e intereses difieran tajantemente de los típicos de un banco comercial. Para volver inteligible la conducta del BROU siempre procuro verle como una parte del banco central (con minúscula) bicéfalo que constituye nuestra autoridad monetaria, cuyo nombre sería BCU-BROU. ¿Qué pasa con el efectivo en bóvedas —la otra parte de las reservas líquidas—? Pues que si el BROU las conservase en la misma relación a sus depósitos que los demás bancos, a fin de julio debería haber totalizado un saldo de efectivo en caja de 6 mil millones, en lugar de los cual tenía cerca de 17 mil millones. O sea un excedente por este concepto equivalente a unos US\$ 30 millones. Siendo por tanto del orden de US\$ 210 millones su excedente de encaje, y el costo de oportunidad de mantenerlo, suponiendo que la mejor alternativa consistiese en un depósito en el mercado del eurodólar, de US\$ 19 millones al año. En cuanto a otros depósitos interbancarios, el BROU los mantenía a la referida fecha por unos N\$40 mil millones, o US\$ 110 millones. No sabemos a ciencia cierta las condiciones de esos depósitos, pero en general se entiende que su rentabilidad está francamente por debajo del costo marginal de los fondos para el BROU, o sea que se trataría de una colocación incompatible con una gestión ban-

caria normal. Sin la hipótesis de que el BROU está auxiliando a una institución fraternal en graves apuros, todo ello es ininteligible.

Como señalaba en mi artículo de hace una semana, a julio el BCU estuvo tomando fondos de cuanto sector doméstico pudo suministrárselo: además del BROU, de la banca privada, del sector privado no bancario, del mercado de capital a través de la colocación de letras, incluso del sector público no financiero (dentro del cual me veo obligado, por deficiencias de información, a incluir al BHU). Aparte de expandir estos pasivos, el BCU incrementó los de carácter monetario (MO), o base. ¿Qué hizo con ese impresionante influjo de fondos, algo así como 8 puntos del PBI? Según mi interpretación, el BCU invirtió en reservas internacionales y en reducción de deuda externa, y el resto lo usó para financiar su propio déficit. Estimo que la proyección al año del presunto desbalance se ubicaría en unos 120 mil millones nominales, y que el PBI nominal andará por los 2,8 billones, todo, por supuesto en nuevos pesos corrientes. Con ello tendríamos 4,2% del PBI como primera aproximación al déficit parafiscal.

Querría agregar que si se desestacionaliza según un programa estadístico **standard** el saldo de **otras cuentas netas** del BCU, que tomo como prácticamente equivalentes al déficit de la institución, la consecuencia es una cifra apreciablemente mayor de la que acabo de consignar. Los números resultantes no me parecen del todo confiables, pero es interesante hacer constar que la falta de desestacionalización tiende más bien a contraer que a expandir el déficit estimado.

Aquella primera aproximación al déficit parafiscal del período, que identificamos como su parte

principal, según la idea prevalente de que dicho déficit se centra efectivamente en el Banco Central, idealmente requeriría tres ajustes antes de que pudiéramos tomar la cifra como representativa del total. En primer lugar, habría que agregar el déficit que definitivamente sabemos que existe, y alcanza cifras apreciables, de los bancos privados adquiridos por el BROU. Yo estimo este rubro entre un punto y medio punto del PBI, y por mayor seguridad tomaré el límite inferior. En segundo lugar, como corrección al déficit del banco central, habría que agregar el déficit, o reducir el superávit, del BROU.

Con el criterio de identificar el saldo de **otras cuentas netas** con el resultado financiero global, corresponde restar 0,3% del PBI por este concepto. Finalmente habría que computar el déficit o superávit agregado de todas las empresas públicas que no reciben subsidios del gobierno central (los cuales subsidios aparecen en el déficit fiscal), pero sobre esto nuestra carencia de información es total. Por fuerza, entonces, suponemos que el déficit agregado del resto del sector público no financiero es nulo o insignificante.

Totalizando tendríamos un déficit parafiscal equivalente a 4,2 puntos por concepto de déficit del BCU, más 0,5% por concepto de déficit de los bancos "adquiridos", menos 0,3% por concepto de superávit estimado del BROU. En total 4,4 puntos del PBI.

Pasemos ahora al déficit **fiscal**. Con flujos confiablemente desestacionalizados arribamos a un desbalance de la Tesorería de N\$ 31,7 mil millones en el primer semestre, lo que proyectado al año, estimando una inflación del 65% parejamente distribuida entre las dos mitades del año, nos da un déficit de N\$ 72,4 mil mi-

llones para 1988, o sea el equivalente de 2,6 puntos del PBI. Recordemos que el año pasado el déficit del gobierno central anduvo por 1,2 puntos del PBI. ¡Notable deterioro!

Sumemos, pues: déficit parafiscal = 4,4 puntos, déficit fiscal = 2,6 puntos, déficit agregado del sector público = 7,0 puntos del PBI. Por extraña coincidencia, justamente el doble de la meta oficial.

Por supuesto, una premisa básica de estas proyecciones consiste en que el resto del año nos trae un comportamiento igual de las unidades fiscales y parafiscales. Y también me apresuro a aceptar que esa premisa no es de cumplimiento ineluctable. Pero como el gobierno persiste en su actitud de que en realidad todo va bien, y en no dar indicación de que sus metas pueden estar en peligro de no cumplirse, uno extrae la conclusión de que las autoridades competentes no están haciendo nada significativo para evitar que el barco fiscal-parafiscal continúe a la deriva, y acercándose peligrosamente a los arrecifes.

Cada vez que escribo sobre estos temas recalco que la información en que me baso es precaria, y que mis resultados son en alto grado conjeturales. También suelo aducir, en defensa de mi trabajo, que ello no es más que el resultado, absolutamente confirmado, de que las autoridades ocultan información. Según un calificado vocero, por temor a que los simples ciudadanos hagamos por ignorancia mal uso de ella. En esas condiciones la cuestión está entre aceptar pasivamente la verdad oficial y buscar arduamente la verdad propia. Y en este semanario esa opción se resuelve siempre de la misma manera. Hasta con el nombre lo proclamamos.