

Gabriel Oddone: Presentación

La idea de la presentación de hoy es pasar rápida revista a algunas lecciones del pasado reciente. Trataremos de concentrarnos en las perspectivas futuras de la economía uruguaya. Si tuviéramos chance de repasar el año 2003 y 2004 ahí vamos a concentrar una parte del esfuerzo, si tuviéramos tiempo me gustaría dejar planteadas dos o tres líneas de desafíos más hacia el futuro de la economía uruguaya. En el marco de esta presentación, vamos a plantear nuestra presentación en cuatro partes.

La primera son lecciones sobre el pasado reciente de la economía uruguaya. El segundo punto, algo que me parece destacable para el tipo de actividades o decisiones que ustedes toman que tienen que ver con la evolución inesperada de los precios en dólares donde probablemente las noticias que yo les vaya a traer no les vaya a agrandar pero el mensaje que voy a tratar de transmitirles es que eso es así y más vale que internalicemos que esto es así y que hay probabilidades muy bajas de que no sean así. El tercer punto nos proponemos repasar la reactivación y cuales son las amenazas que están planteadas para este proceso de reactivación y cuales son los temas de agenda que quedan para el año que viene. Y finalmente trazar dos o tres ideas sobre el futuro.

Lecciones sobre el pasado reciente. La primera lección, que ustedes la tienen mejor aprendida que nadie, es que cualquier programa de estabilización que se intente desarrollar en el futuro debería incorporar como idea que los cambios de precio relativo son algo tan malo como el propio nivel de precios elevados. Lo que ocurrió en los años 90, fue que efectivamente el proceso desinflacionario fue exitoso, pero los cambios de precio relativo volvieron a aparecer en Uruguay drásticamente.

Esto que está aquí es el tipo de cambio real entre Uruguay y EEUU que de alguna manera indica una aproximación de los precios en dólares de este país; y obviamente hacer negocios aquí no tienen nada que ver con hacer negocios aquí o aquí (señalando las transparencias). Este nivel de precios es el que indica que nuestros precios en dólares son extremadamente bajos porque esta a la inversa es el tipo de cambio real; y esto indica el máximo de nivel de precios en dólares. En este escenario los negocios que son rentables, los planes de negocios que incorporan ciertos insumos importados, probablemente sean unos, mientras que en este contexto el escenario es diferente.

Este tipo de grafica que Uruguay repite cada veinte años, que Argentina repite con más frecuencia, es algo que debería quedar grabado en la imagen de los hacedores de política de que no hay ninguna razón de bienestar social que diga que por más que halla que llevar alguna variable a un nivel determinado se pueda generar esta distorsión en precios relativos.

Es el primer mensaje, la primera lección que creo que debería quedar grabada a fuego. A pesar de que en el 85 u 82 recorrimos un camino parecido con la devaluación de la tablita, bueno, segundo episodio en veinte años debería dejar esto claramente grabado.

La segunda lección que creo que es importante y no es menor, es que a Uruguay le sale carísimo intentar mantener unos precios en dólares distintos a los de la región. Desde enero del 99 nosotros tuvimos señales inexorables en las cuales el nivel de precios en dólares en el Uruguay tenía que ser corregido, 50 % de nuestro comercio exterior estaba

afectado por una amenaza de cambio de precios relativos, Brasil lo había hecho, Argentina se encaminó rápidamente en el 2000 – 2001 a hacerlo y por lo tanto Uruguay no puede pensar que puede mantenerse al margen de estas cosas.

Lo que tienen aquí es la gráfica del PBI en dólares corrientes del Uruguay, fíjense que lo que nosotros pensamos es que cuando veamos la secuencia de Brasil, cuando Brasil provoca la devaluación y corrige bruscamente su nivel de precios en dólares y por tanto su PBI per capita en dólares se desploma, nosotros y los argentinos dijimos no tenemos nada que ver con los brasileños. Cuando los brasileños hacen algo parecido nosotros decimos no tenemos nada que ver con los argentinos, y finalmente nos encontramos todos convergiendo un mismo nivel de ingresos per capita. Por lo tanto esta debería ser una lección importante que deberíamos extraer: la región es determinante para este país y la lección que deberíamos entender es que cuando tenemos señales de cambio de precio relativo relevantes en la región deberíamos diseñar un plan para aproximarnos a esos niveles de precios porque intentar de evitar eso es como intentar tapar el sol con la mano.

En la lección tres, no me voy a detener profundamente en ella porque de esto podríamos hablar mucho. Está asociada directamente con la crisis financiera, pero no podríamos dejar de mencionarla. Yo creo que una lección importante es que los mecanismos de regulación que tradicionalmente los países se dan para supervisar su sistema bancario que están contenidos en la normativa brasilera están claramente demostrados que son insuficientes para un país de las características de Uruguay. En particular países que tienen una operativa off – shore relativamente importante tienen que profundizar en los procesos regulatorios, en los mecanismos de supervisión e ir mucho más allá de lo que Uruguay tenía diseñado hasta la crisis del año pasado. En particular tratar de separar claramente lo que son operativas off-shore de las que no lo son es indispensable. El caso del Banco Galicia es un ejemplo de este tipo, la confusión de parte de los ahorristas de los argentinos respecto a que era un Banco radicado en Uruguay, de que era un banco uruguayo llevó a una corrida bancaria sobre él que precipitó la corrida bancaria en el resto de los bancos, cuando en realidad se trataba de un banco off-shore. En realidad quien autorizó que este banco se transformara, ya no en un banco off-shore sino en un banco residente, en el año 98 cometió un error de diseño y deberíamos tratar de evitarlo hacia adelante.

La cuarta lección, rápidamente es que a lo largo de los años 90, y no solo en Uruguay sino que en casi toda América Latina se tendió a confundir objetivos con instrumentos. De alguna manera se construyeron detrás de los instrumentos de política económica una especie de fetiche y se terminó teniendo la idea de que la convertibilidad, el ancla cambiaria, eran fines en sí mismos. La convertibilidad y el ancla cambiaria eran meros instrumentos para ayudar a resolver una situación, desde mi punto de vista, principio de los 90 una buena medida, una buena política, pero que a medida que transcurrían los años 90 se transformó en un problema para el diseño de la política. El haber confundido el instrumento con el objetivo supuso que pensar abandonar el instrumento era pensar abandonar la política y eso supuso postergar medidas que después inexorablemente se tomaron, se tomaron tarde y mal, y precipitaron acontecimientos mucho más grave de lo que probablemente hubiera ocurrido si se hubiera diseñado una estrategia de salida de ellos.

El ejemplo más claro es el tema del ingreso de capitales. Esto no es algo dicho en teoría, los chilenos practicaron políticas anclas cambiarias en los años 90 , y a diferencia de lo que hicimos los argentinos, los uruguayos y los peruanos, los chilenos introdujeron controles a

los movimientos de capitales a los efectos de evitar que hubieran apreciaciones cambiarias derivadas del ingreso de capitales que venían a buscar rentabilidades importantes.

Hablar de controles de capitales en Uruguay en los años 90 probablemente hubiera asustado a más de uno. Los chilenos lo hicieron y sin embargo, para mucha gente Chile constituye un ejemplo de buen manejo y de buena administración. Con lo cual insisto, confundir objetivos con instrumentos a veces nos ha hecho renunciar a utilizar cierto tipo de instrumentos en ciertas coyunturas en el manejo de la política económica y ha hecho que probablemente los acontecimientos fueran peores de lo que terminaron siendo.

Finalmente, es una lección que no vale ni detenerse en ella, yo creo que en el año 2002 jugó un papel clave, la competencia técnica de los organismos de supervisión y ejecución de políticas es bien relevante. En ausencia de esa competencia técnica los problemas siempre terminan siendo más grave de lo que fueron.

La inflación en dólares es inexorable. Dicho eso sobre el pasado, yo creo que hay que mirar para adelante, no hablemos más de lo que ocurrió y tratemos de ubicarnos en el escenario futuro.

Respecto a la primer pregunta, en lo primero que quiero se contundente es que, confundir que hay inflación en dólares con atraso cambiario es un error de concepto. Uruguay no está teniendo atraso cambiario, Uruguay no está registrando atraso cambiario, y el hecho de que los precios suban más en el año 2003 respecto a lo que va a subir el tipo de cambio, en absoluto constituye una escena de atraso cambiario. En todo caso lo que constituye es que Uruguay se está encareciendo en dólares, y lo que hay que preguntarse es cuál era el nivel de precios en dólares del arranque. Si Uruguay estuviera arrancando de un nivel de precios en dólares relativamente elevado, seguramente estaríamos ingresando en una zona de atraso cambiario. Pero en la medida de que no es así, como vamos a verlo ahora, la respuesta es contundentemente no.

De las otras preguntas que están asociadas a esta: si fue suficiente la devaluación en el 2002, si no habría que ir hacia una mayor devaluación, la respuesta la deberíamos buscar a nivel regional, tratar de reflexionar sobre nuestros socios comerciales y ver que es lo que está sucediendo con nuestra capacidad de competir en nuestros mercados relevantes. Y finalmente en particular como se están comportando nuestras exportaciones.

Con esas preguntas, les quiero mostrar el mismo gráfico que les mostraba recién pero ahora tratando de razonarlo desde otro punto de vista.

La historia por ustedes bien conocida arranca – por poner una fecha de arranque – en el año 85, cuando Uruguay alcanza los niveles de precios en dólares más baratos que había obtenido en los años 70, luego de la devaluación y la ruptura de la tablita. A partir del año 85 cuando la recuperación en el nivel de actividad, la recuperación de la democracia y el crecimiento de la economía, se produce un proceso de encarecimiento en dólares que se vuelve muy severo a partir del año 89-90, en particular del inicio de la aplicación del plan de estabilización basado en el ancla cambiaria. Y que a partir del año 95 deja de producirse, o deja de acumularse ese proceso de inflación en dólares, pero como ustedes saben mejor que yo, la economía permanece en unos niveles de precios en dólares extraordinariamente altos que es todo el período de la segunda administración del presidente Sanguinetti.

Luego a partir de la devaluación en escalón que practicamos el año pasado Uruguay está ubicado en este momento en este nivel de precios en dólares. Bien, lo que nosotros estamos en condiciones de afirmar, nosotros hicimos un ejercicio de pronosticar, como van a ver ahora, el tipo de cambio real a diez años para adelante, ajustando un modelo de esta misma variable de todo el siglo veinte de los precios uruguayos en relación a EEUU. Es que el nivel actual de los precios en dólares no es un nivel de equilibrio de largo plazo. Lo que les quiero transmitir es que este nivel de precios en dólares, es extraordinariamente barato y que los fundamentos económicos de este país, la productividad de los factores, el capital humano que hay acumulado, el capital físico que hay acumulado en este país, impiden que este sea el nivel de precios razonable de largo plazo. Y lo que debemos esperar de aquí en adelante es que este nivel de precios en dólares que estamos observando hoy tienda a aumentar, y por lo tanto que los costos en dólares de muchas de las actividades que nosotros tenemos va a aumentar. Ese es el primer mensaje.

Ahora vamos a ver algunas preguntas que pueden surgir si sería bueno intentar evitar esto, qué puede hacer la política y demás. Pero lo primero que me importa marcar es que estamos fuera del equilibrio, el equilibrio de acuerdo al ajuste de nuestro modelo y de todo el siglo veinte, se ubicaría en el orden del 100. Estos son aproximadamente los precios relativos que Uruguay tenía en el 92; o sea, un momento después de que se había generado esta inflación en dólares, pero bastante antes de que se hubiera acumulado toda la inflación en dólares que se acumula en el 92 al 95 y que es lo que se conoce como el período de atraso cambiario.

Bien, si alguien podría cuestionar por qué motivos vamos a comparar solamente con la inflación en dólares con EEUU, por qué construimos este indicador de tipo de cambio real con una economía que es la economía norteamericana con la cual hemos tenido una relación comercial relativamente importante, pero no necesariamente es el país que tiene mayor peso en el comercio con Uruguay. Por eso lo que está hecho en este gráfico es tratar de tomar nuestra comparación de precios con los siete socios comerciales más importantes que tiene Uruguay: Argentina, Brasil, Unión Europea, EEUU y los siguientes principales. Y lo que vemos es que en este momento nuestro nivel de tipo de cambio real, o sea nuestros precios en dólares comparado con estos siete países se ubica incluso por encima de lo que se ubicaba antes del inicio del plan de estabilización del año 1990. O sea que desde el punto de vista de nuestra capacidad de competencia ponderada por los países a los cuales comerciamos con ellos, nuestro nivel de precios en dólares hoy está en niveles de competitividad más que razonables.

Este evento se produjo como consecuencia de que dos países socios comerciales nuestros fundamentales como son Argentina y Brasil, han tenido procesos de apreciación cambiaria mucho más vigoroso a lo largo del 2003 de lo que era razonable esperar antes. Argentina y Brasil se han vuelto mucho más caros a lo largo de todo el 2003 de lo que eran a principio del año.

El primer mensaje es, nuestro precio de equilibrio de largo plazo con el tipo de cambio de EEUU está fuera de su nivel, o sea, estamos extremadamente baratos con la media histórica; y el segundo mensaje es que seguimos estando extremadamente baratos cuando nos comparamos con nuestros principales socios comerciales.

Alguien podría decirnos, bueno, a mi me interesa porque mi estructura de comercio está focalizada en la región; otro podría decir, a mi me importa saber que es lo que me está

pasando con mi comercio bilateral con Argentina y Brasil, y esto es lo que está precisamente planteado aquí. Paremos un segundo y miremos este caso que es extremadamente importante, lo que es nuestro nivel de precios en dólares comparado con el nivel de precios en dólares de Brasil (que es la línea verde). Nuestro nivel de precios en dólares actual con Brasil fíjense, estar acá arriba significa que estamos más barato que cuando estábamos aquí, o sea estábamos más competitivos aquí que cuando estábamos aquí. Por lo tanto nuestro nivel de competitividad medido por el tipo de cambio real, hoy es mejor que el que teníamos antes de la ruptura del plan real.

Obviamente eso no es lo mismo con Argentina. Fíjense lo que ocurrió con Argentina en el desplome de la devaluación y a pesar de que hemos estado recuperando todavía nos mantenemos relativamente más caros de lo que nos manteníamos en el período de la convertibilidad cuando la Argentina era extremadamente cara.

¿Estamos de acuerdo cual es la idea?, o sea, mirémoslo por donde lo miremos, cuando tomamos las comparaciones de los precios relativos de Uruguay con EEUU, de Uruguay con sus siete socios comerciales, de Uruguay con la región, no hay ninguna razón para pensar que nuestros precios en dólares medidos pro IPC están todavía caros. Más bien están extraordinariamente baratos.

Pero lo más importante, sobre todo con Brasil, es que Uruguay está ganando capacidad y participación de un mercado en la región. Este gráfico lo único que está haciendo – concentrémonos en el gráfico de Brasil - es tomar las exportaciones uruguayas, el ritmo de variación de las exportaciones uruguayas, respecto al ritmo de variación del total de las importaciones brasileñas. Ese es el cociente que está graficado aquí. Lo que está diciendo este indicador que va hacia arriba es que nuestras exportaciones crecen a una velocidad más rápida de lo que crecen el promedio de todas las importaciones brasileñas. Eso es consecuencia, entre otras cosas, de que nuestros precios son relativamente competitivos. Alguien podrá decir, sí, estamos creciendo desde niveles extraordinariamente bajos como consecuencia de que después de la ruptura del plan real nuestras exportaciones se desplomaron, es cierto, pero hoy el ritmo de crecimiento de las exportaciones a Brasil es mayor que el promedio del crecimiento de todas las exportaciones brasileñas. Eso es medianamente notorio en la región y todavía no lo es en el caso de Argentina porque la recuperación de Argentina por diversas razones el tipo de comercio que tenemos con Argentina es distinto es más bien interindustrial donde los precios juegan un papel mucho menos relevante y juegan un papel mucho más importante a nivel de ingreso de los argentinos. Pero cualquier caso lo que me importa es que nuestras exportaciones están ganando participación en el mercado brasileño que es un mercado de referencia. Esto es una consecuencia de lo que acabamos de decir no me voy a detener mucho en ello. Lo que me importa que vean es que esta es la evolución del tipo de cambio real con Brasil, esto es nuestro abaratamiento notorio respecto a Brasil luego de la evaluación y esta es la trayectoria de las exportaciones, lo que intenta transmitir esta idea es que para comerciar con Brasil los precios son claves, a diferencia de lo que ocurre con Argentina donde nuestros precios no son relevantes por el tipo de bienes que comerciamos con Brasil que son productos que se comercian en el Mercado Internacional la relación de precios es determinante y en este momento lo que estamos observando es que nuestras exportaciones mejoran porque hemos mejorado notoriamente nuestra capacidad de competir con Brasil porque nuestros precios en dólares están sustancialmente más baratos que los precios en dólares relevantes en Brasil. Aquí tampoco me voy a retener mucho en esto simplemente que tengan una idea cuáles son los pronósticos que nosotros estamos

haciendo en materia de crecimiento de exportaciones uruguayas hacia la región. Estamos pensando que en 2003 las exportaciones Argentinas van a crecer un 30 % y un 15% respecto a Brasil, pero lo más importante es que entre el 2004 y el 2001 estaríamos en un crecimiento de algo así como 32% de nuestras exportaciones medidas en dólares a Brasil. Esto que nos estaría diciendo, que estaríamos llegando a los niveles de exportaciones a finales de 2004 que regían en diciembre de 1999, es un año después de la devaluación, después de que habíamos perdido bastante de las exportaciones hacia Brasil, en 1998 alrededor de 450 millones de dólares y terminaron siendo menos de la mitad después de los acontecimientos. Pero lo que estaríamos volviendo en el orden de los 380 millones de dólares de exportaciones a Brasil a finales de 2004. La recuperación con Argentina desde nuestro modelo de análisis, no nos permite decir que se va a producir desde antes de bien consolidada la recuperación, cosa que va a ser sobre finales de 2004 lo que hace que el crecimiento va a ser menor.

Bien la conclusión y la más importante que les quiero plantear. Lo que tienen aquí es la historia observada desde 1981 hasta 2002 y lo de aquí en adelante lo que predecimos que va a ocurrir con la inflación en dólares uruguayo, otra vez tomando el tipo de cambio real, los precios en dólares comparados con los precios en dólares de EE.UU. como consecuencia estas predicciones están basadas en un ajuste de un modelo de cien años de historia o sea que hay mucha información acumulada.

Lo que nosotros estamos en condiciones de decir es que los fundamentos de la economía conducen inexorablemente a un fenómeno de este tipo, es decir que los años que vienen el tipo de cambio real va a tener esta evolución por debajo de cero, lo que está queriendo decir es que Uruguay está encareciendo en dólares a lo largo de todo este período. Es más nuestra predicción es que aproximadamente en el año 2013 Uruguay volvería a los precios de equilibrio de largo plazo que sería aproximadamente los precios en dólares que regían en Uruguay en el año 1992. De aquí al 2013 lo que vamos a estar es relativamente barato de acuerdo a nuestro promedio histórico, pero lo que vamos a observar año a año es que nuestros precios en dólares van a ser más caros.

Lo que va a ocurrir con los salarios es un camino prácticamente idéntico, vamos a asistir en el próximo período a partir de 2004 a una recuperación de los salarios, y nuestro pronóstico es que nuestros salarios medidos en poder de compra en IPC van a recuperar el poder adquisitivo de 2001 aproximadamente si todo en ausencia de medidas de políticas que aceleren un proceso de este tipo, aproximadamente en 2010, o sea la pérdida de salario real se va a consolidar por diez años, eso no quiere decir que los salarios no crezcan año a año, pero volver a poder tener el mismo poder adquisitivo que se tenía en términos reales en el 2001, va a tardar prácticamente 10 años por la abrupta caída que se produjo en el 2002 y eso mismo y casi en forma simétrica va a ocurrir con los salarios en dólares. El poder adquisitivo de los salarios en dólares similar al que regía antes del inicio de este largo proceso recesivo a mediados de 1999 va a ser aproximadamente dentro de 10 años. Lo que estamos diciendo es que ese nivel de recuperación de los salarios en dólares es la contracara del encarecimiento en dólares, a medida que el poder adquisitivo de la gente va a aumentar en dólares, en última instancia los costos en dólares de las empresas productoras van a aumentar y eso en definitiva es lo que está terminando de provocar una inflación en dólares a largo plazo. Piensen un segundo que esta recuperación del salario real y esta recuperación del salario en dólares que es una mala noticia probablemente para cualquier sector que está fuertemente afectado por el comercio, sea porque es exportador o sea porque es sustituidor de exportaciones, no lo es para

cualquier persona o empresa que está afectado directamente al mercado interno en la medida que parte del problema de la recreación del mercado interno está asociado con los salarios en pesos y en moneda extranjera, están extraordinariamente deprimidos como consecuencia de la devaluación en escalón.

Entonces conclusiones de este mensaje importante: pese a la inflación en dólares que se va a registrar en el año 2003, los precios en dólares de Uruguay están fuera del equilibrio y van a seguir estándolo. Eso supone que tenemos que avanzar en un encarecimiento en dólares de aproximadamente un deterioro del tipo de cambio real del 30% aprox. Eso quiere decir que Uruguay tiene que aumentar la inflación en dólares algo así como 70% en los próximos 10 años. Eso quiere decir que un plan de negocios, que es rentable en los precios de hoy no necesariamente va a ser rentable mañana. Quien esté derivando rentabilidades razonables en dólares y piense que el mundo que va a haber en los próximos 10 años va a ser a ese nivel de rentabilidades se equivoca, la recomendación es más vale que tomen una actitud prudente respecto a la incorporación de tecnología, respecto a las decisiones del tipo de paquetes de insumos que van a incorporar entre otras cosas porque los precios en dólares van al alza y si eso no lo tenemos presente podemos estar pensando que el futuro es lo que vemos hoy y el futuro en materia de precios en dólares no es ni se parece en casi nada de lo que tenemos hoy.

La pregunta es se podrá hacer algo desde la política. De alguna manera el presidente de la Asoc. De Exportadores ha reclamado, estamos con atraso cambiario, debería hacerse algo desde la política. La política puede retrasar este proceso o puede acelerar este proceso, un proceso de aceleración de esto es un plan de estabilización como el que tuvimos en los años 90 basado en ancla cambiaria que probablemente podría en un contexto regional más consolidado acelerar el proceso de inflación en dólares. Alguien podría internar ir hacia delante tratando de devaluar más la moneda y por lo tanto retrasar este proceso de recomposición de los precios en dólares.

Sobre qué va a hacer este gobierno o el futuro gobierno, es difícil de hacer una previsión. Este gobierno difícilmente vaya a hacer mucho más de lo que ha hecho en materia de manejo de los precios en dólares. Pero lo que vaya a hacer el próximo gobierno es difícil hacer. La única reflexión que digo es que parece poco razonable que la política intente evitar que este proceso se de, en la medida que nuestra capacidad de competencia respecto del mundo está ubicada en un buen nivel en la medida que nuestra capacidad de penetración en el mercado brasileño no está teniendo problemas no hay razones para pensar que acelerar el ritmo devaluatorio podría ayudar en algo. Sobre todo porque eso es la contracara de retrasar el mercado interno, que para algún tipo de actividades es vital. Con lo cual si bien la reactivación que se está procesando viene por el lado exportador como naturalmente y es casi de un libro de economía, cuando se produce una devaluación esto es lo que ocurre, lo que todos sabemos es que después de la devaluación viene un proceso de inflación en dólares hasta que la economía encuentra su nuevo nivel de equilibrio.

Eso puede ocurrir porque los precios en dólares crezcan más que la devaluación o puede ocurrir como está ocurriendo en Argentina o como ocurrió en Brasil que el tipo de cambio nominal tenga caídas o como ocurrió en Uruguay en mayo cuando se consolidó el canje de la deuda que las expectativas devaluatorias mejoraron y por lo tanto hubo una leve caída una leve corrección del tipo de cambio nominal.

Decir que el tipo de cambio real debería tener una evolución del 30% respecto al nivel actual quiere decir que aproximadamente, si Uds. congelaran el tiempo no es lo que yo diga que debe valer el dólar ni mucho menos, pero los fundamentos de la economía dicen que nuestro tipo de cambio real está depreciado en un 30%, eso supone que nuestro valor en dólares hoy debe decir en el orden de los 23 o 24 pesos. O sea que si eso les ayuda a hacer cuentas para adelante calculen si los planes de negocios se sostendrían y serían rentables en lugar de tener un tipo de cambio como el de hoy tendrían a 24 pesos. Eso les va a ayudar a aproximarse a lo que va a ser la realidad. Eso va a ocurrir a lo largo del tiempo y Uds. tendrían la holgura suficiente como para concluir en una decisión relativamente racional.

No estoy diciendo que el dólar debería valer 24 pesos, digo que en trayectoria si lo trajéramos a valor actual debería estar en 24 pesos, no es un valor útil no es un indicador de deseo.

El mensaje central es cuidado con las decisiones observando los niveles en dólares de este punto.

El segundo mensaje efectivamente la reactivación está en curso y hay algunas amenazas. Todas las investigaciones que hacemos en CINVE permiten afirmar con rotundidad que la parte baja de la crisis se había producido en el primer trimestre de este año, y que estamos ingresando en una fase de recuperación una fase de recuperación que en ausencia de noticias que hoy no estamos en condiciones de prever, sería irreversible y que la economía Uruguaya va a registrar una tasa de crecimiento positiva en el 2004 no en el 2003 porque todavía los promedios fíjense lo pueden ver en el cuadro el final se ubicaría por aquí cuando lo tomamos con el principio del 2003 principio de 2002 todavía se va a producir una caída, pero cuando lo comparamos con los trimestres inmediatamente anteriores el crecimiento es notorio. O sea que el punto más bajo de la crisis habría quedado atrás en el primer trimestre del año. Eso yo diría que no hay lugar a discusión al respecto desde el punto de vista estadístico. A pesar de eso este año el producto bruto interno va a caer todavía un 1% porque lo que está ocurriendo es que el primer semestre de 2002 que en aquel momento nos parecía espantoso, visto lo que ocurrió en el segundo semestre de 2002 y el primer semestre de 2003 era un semestre relativamente bueno para el promedio de la actividad económica, probablemente eso no se igual para el sector agropecuario pero sí para el promedio de la actividad económica. Por lo cual todavía el año 2002 tiene comparaciones, todo el semestre de 2002 arroja tasas de crecimiento negativas respecto al trimestre inmediato anterior del año 2002.

Primer trimestre de 2003 la economía comparada contra el primer trimestre de 2002 estaba cayendo en el segundo trimestre también estaba cayendo y cuando comparamos el primer semestre de 2003 contra el primer semestre de 2002 la economía cae fuertemente. Pero cuando Uds. toman las variaciones del 4º trimestre la recuperación es francamente positiva porque nos estamos comparando, ahora sí contra el fondo del tarro que era el segundo semestre de 2002. Por lo tanto el crecimiento de este año va a ser negativo, sin embargo a partir del año que viene todos los registros de crecimiento van a ser positivos y la economía según nuestros cálculos va a crecer un 3.6% tal vez un poco más porque aquí estamos todavía contabilizando un crecimiento del sector agropecuario que a nuestro juicio es extremadamente conservador. Insisto venimos de una caída de 4 años de 17% o sea que crezcamos 4% un año estamos diciendo que estamos recuperando el 14º subsuelo pero crecimiento al fin.

En el año 2003 el único sector de actividad que va a registrar un crecimiento importante los únicos van a ser el sector agropecuario y transporte y comunicaciones por el rubro comunicaciones y el transporte asociado al sector exportador y en el Sector agropecuario este crecimiento que estamos pronosticando probablemente esté subestimado probablemente se aproxime más a un 6% o 7% que a ese 5,5% que está allí.

A diferencia de lo que ocurre en 2003 que todas las demás actividades sobre todo las que están focalizadas al mercado interno caen fuertemente, comercio, restaurantes, construcción a partir de 2004 la recuperación sería generalizada en todos los sectores en particular los sectores orientados al mercado interno, que como el salario real y los ingresos de los hogares van a comenzar un proceso de recuperación la economía registraría un crecimiento relativamente generalizado. Obviamente los sectores que más cayeron como es el caso de la construcción también van a ser los sectores que más van a crecer el año que viene por lo que técnicamente o en la jerga periodística se llama un rebote.

Concentrémonos que si estamos de acuerdo que la reactivación está en curso la pregunta que nos debemos hacer es cuáles son las cosas que podrían amenazar este proceso de reactivación y que generen algún tipo de incertidumbre hacia el futuro.

La primera tiene que ver con los problemas fiscales. El gobierno uruguayo sigue presentando problemas fiscales y eso podría complicar algún tipo de relación que tenemos con los multilaterales. Lamentablemente los organismos multilaterales se han vuelto mucho más importantes de lo que lo fueron en los años 90 y van a ser en los próximos diez años un actor mucho más importante en la vida del país de lo que lo fueron en los últimos diez años porque Uruguay va a tener un acceso muy limitado al financiamiento del mercado exterior, los únicos que van a estar dispuestos a prestarle a Uruguay van a ser los organismos multilaterales y eso va a suponer que el Fondo Monetario, el Banco Mundial y el BID van a opinar mucho más sobre muchas más cosas de las que probablemente a la mayoría de los uruguayos nos gustaría, pero en la medida que queremos que nos presten dinero vamos a tener que recurrir a ellos.

El segundo tema el problema de la recomposición del crédito bancario. La relación crédito – depósitos está fuera de la norma histórica. Los depósitos que soportan el nivel de crédito que hoy otorgamos hoy son muy bajos. La repatriación de capitales y el aumento de los depósitos se ha estado dando me atrevería a decir que no se ha estado dando un más para apuntalar lo transaccional, no hay nadie que esté ahorrando grandes volúmenes de dinero, en el sistema bancario uruguayo o en el sistema financiero uruguayo los dineros que son de ahorro y no son transaccionales están fuera del Uruguay y por lo tanto es muy difícil que en los próximos doce meses, sobre todo incertidumbre electoral mediante, encontremos una banca dispuesta a canalizar un crédito vigoroso hacia las actividades productivas. Más bien lo que vamos a ver es esperanza. Allí los nuevos instrumentos financieros lo que se pueda derivar a la ley de fideicomisos, abren algunas oportunidades que habrá que ver cómo las utilizamos los uruguayos y cómo son utilizadas por los agentes que se metan en ellos.

El tercer punto tiene que ver con la incertidumbre electoral que vamos a comentar algo al respecto y el cuarto punto sobre la deuda pública y el futuro.

El primer punto es que el gobierno cumpla con el programa financiero con el Fondo el crucial porque estos señores son nuestra única fuente de financiamiento y tenemos unos vencimientos con ellos extraordinariamente grandes. Si por alguna razón el Fondo considerara que Uruguay está fuera de cumplimiento de los objetivos o de los acuerdos pactados, probablemente se produjera un retaceo del apoyo financiero lo que se traduciría en acciones muy concretas. Uruguay tiene firmados con el Banco Mundial y con el BID, préstamos sectoriales en el sector salud, en el sector financiero en el sector de reforma del Estado. Todos esos préstamos quedarían automáticamente cancelados hasta que Uruguay lograra firmar nuevamente un acuerdo con el Fondo Monetario. Con lo cual el cumplimiento de las normas o de los acuerdos firmados con el Fondo es indispensable, entre otras cosas porque el gobierno mas allá de estas emisiones que ha lanzado al mercado en el orden de los mil millones o esta vuelta altercado internacional que es una vuelta simbólica pero no es de volumen en absoluto, Uruguay no tiene en este momento por haber estado en un proceso de reestructura de deuda, acceso a financiamiento en los mercados internacionales y probablemente tampoco sea deseable que el gobierno uruguayo se lance en una carrera de endeudamiento hacia delante entre otras cosas porque la herencia hacia delante pueda seguir creciente.

El punto es que el Fondo Monetario va a estar vigilando fuertemente las condiciones que puso y la pregunta es cuán lejos o cuán cerca estamos de poder cumplir. El problema que está teniendo el gobierno es que hizo sus cuentas de pronóstico fiscal a principio de año cuando estimaba una tasa de inflación extremadamente distinta a la que se dio. El gobierno hizo su programa monetario con un 27% de inflación luego lo corrigió en el orden del 20, pero en cualquier caso la inflación va a ser del doce. En que é se traduce eso, en que todos los ajustes de salario que el gobierno previó y otorgó a lo largo del año estuvieron afectados por una tasa de inflación que es el doble que la efectivamente se registró, con lo cual los incrementos de salario real aunque parecen exiguos con respecto a lo que fue la caída del año pasado, están por encima a lo que el gobierno pretendía dar, entre otras cosas porque el gobierno pretendía seguir ajustando a la baja en el año 2003 salarios y pasividades. Eso en qué se traduce, en que los egresos han caído a una velocidad no como la deseada y sobre todo a una velocidad menor de lo que cayeron los ingresos, con lo cual la brecha fiscal está con problemas.

Eso en qué se traduce, el gobierno tiene acordado un superávit fiscal primario, o sea tiene acordado que sus cuentas de la administración central, de la administración pública, no incluye los resultados de las empresas públicas pero sí incluye las transferencias que las empresas públicas le hace a la administración pública. El gobierno tiene firmada una carta de intención que le obliga para el 2003 a tener un superávit primario antes de pagar los intereses de la deuda pública de 3.2% de PBI y para el año que viene de 3.3%. Nuestra proyección pasiva esto es en ausencia de cualquier otra medida nos dice que el gobierno en el mejor de los casos, va a estar llegando al 1.3% lo cual lo ubica lejos de la meta acordada con el Fondo. Dos precisiones al respecto, esta proyección está hecha con datos a junio y por lo tanto como en Uruguay podrían estar ocurriendo cosas que nosotros no estamos viendo y que hicieran que esta proyección pasiva estuviera subestimada.

El gobierno podría a final del partido tomar alguna medida fiscal, de sorpresa que permitiera aproximar la cuenta a la meta tomada por el gobierno. Pero esta discusión que se dio hace pocas semanas sobre el IRP la legalidad o la ilegalidad de lo que el gobierno pudiera hacer probablemente esté en esa línea una forma de que el gobierno busque una mayor recaudación, en la medida que eso que les afectaba el gobierno tiene un problema.

Las metas cuantitativas las probabilidades que las cumpla con el fondo son muy bajas y por lo tanto el gobierno tal vez intente ir hacia un cumplimiento.

En cualquier caso desde nuestro punto de vista el escenario no es dramático. El Fondo es una institución que está acostumbrada a trabajar en países con dificultades, en cualquier caso en años electorales el Fondo no suele ser tan exigente como en otros años porque una exigencia a rajatabla podría estar condicionando afectando el resultado electoral y podría ser acusada de interferencia en aspectos internos. Eso hace que muy probablemente el Fondo le otorgue un perdón al gobierno Uruguayo para que no cumpla la meta, no obstante lo cual el gobierno dado nuestras proyecciones va a tener que dar algo de acá a fin de año para que sea razonable, porque una cosa es cerrar el superávit fiscal por 1,2% del producto y otra cosa es cerrarlo por más de 2%, o sea lo que estamos hablando producto bruto interno son 12.000 millones de dólares, 2 puntos son 200 o 300 millones de dólares que al gobierno le están faltando para cerrar sus cuentas de aquí a fin de año. O sea que en última instancia que el partido sobre la situación fiscal no está cerrado y en cualquier caso el problema es que hacia delante el capítulo fiscal está lejos de estar despejado.

Un comentario este es el peor de los mundos, un país en recesión lo que requeriría precisamente es de una política fiscal vigorosa que lo ayudara a salir, en la medida que lo que estamos observando es un país que a duras penas está saliendo de la recesión y lo que tenemos es una política fiscal una política del sector público que lo que está haciendo es retraer recursos de la economía como consecuencia de que hay una fiesta realizada en períodos que el país crecía en términos fiscales que hoy de alguna manera se está pagando o sea que Uruguay maneja una política de tipo pro cíclica que es algo que ningún economista de ninguna orientación ideológica estaría dispuesto a defender. La discusión es si el Estado se debe meter o si se mete yendo contra el ciclo, lo que nadie argumenta es que hay que meterse en la misma dirección del ciclo, o sea inyectando plata cuando la economía crece y retrayéndola cuando la economía no crece, entre otras cosas porque eso se parece mucho al papel de los bancos que te dan el paraguas cuando sale el sol y te lo sacan cuando llueve. Probablemente el sector privado lo conoce bien.

Un segundo problema es el tema de la incertidumbre electoral. Un punto que me parece importante es que en cualquier elección que hemos tenido en este país la incertidumbre electoral provoca volatilidad en las variables nominales. Acá lo dibujamos sobre el riesgo país, pero podríamos dibujar esto sobre el tipo de cambio o sobre el precio de las letras y sería de esa manera.

Lo que observamos que en la elección del 90, 94 y 99 la serie esta presenta oscilaciones bruscas, como consecuencia que como va a haber un cambio de gobierno no estoy muy convencida que es lo que va a pasar con la deuda pública entonces vende los papeles tira abajo el precio y el riesgo país sufre estos cambios.

Lo mismo podría ocurrir con los dólares, la gente en el año 2004 probablemente tenga una preferencia por dólares mayor entre otras cosas porque no sabe cuál va a ser la política del futuro gobierno y por lo tanto la demanda por dólares se vuelva relativamente más alta, o al revés, las tasas en moneda nacional y extranjera se pueden desorbitar porque en la medida que los bancos no saben cuál va a ser la política cambiaria que se viene hacia delante estén pidiéndole unos precios en tasas en moneda nacional extraordinariamente más alta de lo que soporta la devaluación esperada, o al revés en la medida que un banco piensa que va a haber una devaluación mayor probablemente el banco esté interesado en

captar moneda nacional aumentando tasas pasivas en moneda nacional, agarrar ese dinero convertirlo al tipo de cambio porque espera una devaluación mayor. Todos esos comportamientos aparecen en años electorales aún en años electorales en los cuales no iban a producirse una disputa tan peleada como la que se va a producir en el 2004 en la cual probablemente César hable algo y que tiene como candidato a un partido o candidato ganador que nunca ha gobernado y hay incertidumbre sobre qué va a hacer.

La única observación que les hago sobre el tipo de cambio probablemente las variaciones sean relativamente menores de las que hemos estado acostumbrados a ver en el pasado, por qué porque el stock de dinero que hay en el Uruguay es mucho menor del que hubo en los períodos electorales anteriores, eso qué quiere decir, que la gente que sacó el dinero por motivos de desconfianza lo sacó y no lo volvió a traer. Lo que hay en Uruguay es transaccional, lo que es en pesos es en pesos y en dólares es en dólares o sea que los márgenes para que haya una corrida, y se produzcan grandes cambios en los precios del dólar el año que viene son relativamente más bajos que en otros períodos, a pesar de lo cual la incertidumbre va a estar y probablemente se comporte en las tasas de interés, en los precios de los bonos, en las tasas de interés de las letras y se traslade a la tasa de interés de los bonos.

Ultimo comentario de los desafíos de corto plazo, los de largo plazo les dos los titulares. El tema de la deuda pública, que si bien fue parcialmente resuelto y parcialmente encarado con el tema del reperfilamiento porque resolvió el problema en bonos está pendiente todo el capítulo de la deuda en préstamos, esto es con los organismos internacionales.

Una pregunta que tiene sentido plantearse:

1. Con los organismos internacionales no existen reprogramaciones, lo que hay es sentarse a negociar, diferir los vencimientos, postergar los vencimientos. Pero que re programe un vencimiento de hoy unilateralmente eso no existe, formalmente no está establecido, no está regulado. Si ocurriera eso lo que está ocurriendo es un escenario de rompimiento con los organismos internacionales y estamos en un escenario donde Uruguay se queda sin financiamiento en el mercado externo.
2. Tiene sentido una quita?. Dado que la magnitud de la deuda con los privados es el 50% de la deuda unos 4200 millones de dólares, aún cuando el gobierno uruguayo estuviera dispuesto a hacer una quita del 50% o sea un tipo que tiene un título que le vale en su valor real 100 y dijera yo te doy 50 del estilo que hay en Argentina con la oferta del 75, el ahorro que el gobierno tendría en materia de intereses sería de 1,5 del producto un ahorro que no es menor, pero que si lo comparan con lo que paga tampoco es tan grande, o sea sería ingresar en una situación de default para seguir pagando 4,5 puntos del producto y ahorrando relativamente poco. Cuidado con la solución que hay un escenario fácil al estilo de lo que hizo Argentina, una cosa es deber mucho dinero y tener una restricción de la magnitud de Argentina y otra cosa es deber en términos internacionales muy poco por más que en términos uruguayos es muy grande en términos internacionales la deuda uruguaya no existe.

Aquí hay una composición de la deuda

Aquí está el calendario de vencimientos que tiene Uruguay para adelante, lo que está en azul son los bonos, son los papeles que están en manos de privados, gracias a la reprogramación, esto se corrió bastante, o sea lo que logró la operación de reperfilamiento es suavizar la curva de vencimientos que estaba muy concentrada a partir de 2003 en adelante. Sin embargo miren lo que ocurre con los vencimientos de los organismos

internaciones, hay 1200 millones que vencen el año que viene 1150 que vencen al primer año del próximo gobierno y 1200 millones en el otro gobierno. Si eso no es tomado como una restricción enorme o sea que hay que dedicar mucho tiempo y mucha energía a discutir con los organismos internacionales, eso es inexorable, o sea algo del estilo de lo que Argentina logró recientemente con el Fondo es a lo que Uruguay se encamine en el futuro, una negociación muy larga y muy dura en la cual logrará probablemente suavizar parte de estos vencimientos que están en verde.

Parte de la amenaza de la reactivación que hubiera es que hubiera un cambio de percepción, una ruptura con los organismos internacionales como consecuencia de una operación unilateral del gobierno uruguayo, que esta reactivación incipiente que se está procesando se rompiera, ¿por qué se rompiera? Un comentario, un país en default es un país que tiene enormes dificultades para hacer negocios con el exterior, donde tenga que intervenir un Banco Internacional para financiar una operación de importación, prácticamente no es elegible y si lo es, es a unas tasas extraordinariamente grandes. Por qué, porque por cada dólar que el banco de alguna manera garantiza en la operación, el Banco Central de su país de origen le está diciendo inmovilízame este dinero acá. Con lo cual una operación de desconocimiento de las obligaciones con el exterior en particular con los títulos privados o con los organismos internacionales no es una operación fácil de hacer, piensen en el escalabro de Argentina, que fue de una proporción enorme, por muchas circunstancias, entre otras cosas porque resolvió el tema de la deuda de una manera que todavía no comenzó a discutir, porque las quitas son de más del 90% cuando uno hace las cuentas adecuadamente.

Unas reflexiones sobre el futuro: Si uno tuviera que discutir cuáles son los tres temas relevantes que hay en la agenda de futuro de este país, desde la perspectiva de quienes hacen política para dejar de pensar en los temas de la deuda, el ajuste fiscal, y levantar la mira y tratar de ver hacia delante, estos son los tres capítulos en los cuales Uruguay no va a poder dejar de hacer cosas.

El primero es la inserción externa. Mientras más tiempo tardemos en reconocer que estamos en la región que estamos y que estar en la región no es una opción, no es algo que dependa de nuestra voluntad, sino que es el destino que tenemos más dificultades vamos a tener. Jamás, EEUU va a hacer un acuerdo comercial con Uruguay, desconociendo la autoridad que en la región tiene Brasil. El interlocutor para hablar con EEUU es Brasil y mientras más tiempo estemos nosotros desconociendo eso, más problemas vamos a tener.

No son los socios más bonitos, más bien son socios desprolijos, difíciles de predecir. Ya hoy la tasa de crecimiento de Uruguay está explicada en un 50% por un promedio ponderado de la tasa de crecimiento de Argentina y Brasil y eso ocurre desde hace 20 años. El ciclo económico de Argentina y el ciclo económico de Brasil, anticipan aproximadamente 14 meses el ciclo económico de Uruguay. Lo que ocurre en la región, es determinante y mientras más tiempo tardemos en asimilar eso y ver de qué manera contribuimos a que la región sea menos inestable e imaginemos que podemos emigrar de la región, más dificultades tenemos. No tenemos la cordillera de los Andes ni tenemos el servicio de comercio exterior excelente que tiene Chile que lleva 20 años negociando acuerdos de libre comercio con EEUU con Corea y con la Unión Europea. O sea que la inserción externa es el MERCOSUR, es nuestro destino, no es una opción que esté en tela de discusión. Eso no quiere decir que no tengamos que tener una estructura de diversificación de riesgo y comerciemos con el resto del mundo y tengamos cuidado pero impedir eso es tapar el sol con la mano. Eso es lo que hicimos en 2002 cuando Brasil

había devaluado, Argentina había devaluado y nosotros decíamos que podíamos vivir al margen de eso.

El segundo punto es el financiamiento de la inversión. Uruguay tiene una inversión bajísima en términos internacionales desde el punto de vista del producto 13% para un país subdesarrollado es bajísima es la inversión de un país desarrollado.

Cuál es el problema, Uruguay hizo reformas muy importantes en los años 70 en el mercado financiero, liberalizó el mercado financiero y sin embargo el principal resultado que se debería haber derivado de eso es que las tasas de intereses, el precio al que se accede al crédito sea un precio razonable y Uruguay exhibe unas tasas internacionalmente impresentables. El crédito en Uruguay es extremadamente caro por diversas circunstancias. Hay un capítulo para trabajar aquí enorme, normas prudenciales en el Banco Central, ayudar a desarrollar mercados de seguros, ayudar a desarrollar instrumentos financieros que permitan diversificar mejor el riesgo, canalizar mejor el ahorro e impedir que solamente el financiamiento bancario sea el único canal de acceso para la inversión. Allí hay un capítulo enorme, del cual nadie habla cuando habla de las reformas que hay que hacer porque el problema grande que tuvo Uruguay en el año 2002 fue por el sector financiero y eso quiere decir que en el sector financiero las cosas funcionan mal y hay un capítulo de reforma extraordinariamente grande.

El último punto son las reformas estructurales, las reformas del sector público. Yo diría que quien niegue que Uruguay puede crecer a largo plazo sin hacer reformas en el sector público, no tiene idea de lo que está diciendo. Uruguay tiene un estado pensado para la posguerra y el mundo de la posguerra se terminó hace 20 años con la crisis del petróleo. Y se terminó de terminar el mundo en la unificación de las Alemanias y el fin del mundo soviético. Uruguay tiene una estructura del sector público que no responde a las necesidades que el país tiene allí hay reformas enormes que hacer.

Solamente dos cosas: la pregunta es la secuencia de reforma que fue propuesta hasta ahora es la correcta, había que empezar por donde se propuso que había que empezar, yo no estoy seguro que sea así.

La reforma de la Aduana, la reforma de la Administración Tributaria que recauda pésimamente mal, no son dos ámbitos del corazón del sistema público del cual prácticamente no se hablaba hay un proyecto de ley que está boyando por ahí, hay una comisión del BID, pero esos dos aspectos que son el corazón del sector público que nunca van a ser privatizados sobre ese punto no se ha discutido sobre qué reforma se va a hacer qué camino tomamos. No digo la estructura tributaria, digo la administración tributaria, quién controla la administración tributaria.

Y el último punto es, y una vez por todas que quienes hacen reformas en este país, tienen que aprender a hacer cómo se hacen esas reformas. Porque lo que no se puede hacer es proponer una reforma sobre la mesa y dejarla ahí plantada y pensar que quienes van a ser afectados por esa reforma, naturalmente se van a defender y naturalmente van a buscar mecanismos para evitar que esa reforma se haga. Con lo cual es tan importante decir qué reforma hacer como decidir cómo la vamos a hacer y diseñar mecanismos de incentivos para tratar de ganar adeptos para tratar de buscar que los eventuales perjudicados no sean tan perjudicados y encontrar el liderazgo que lideren esos procesos de reformas son claves. ¿Saben cuál es el riesgo si eso no se hace? que las reformas se terminen

haciendo por imposiciones de los organismos internacionales, y si eso ocurre la ruptura y la falta de consenso que puede haber en la sociedad es muy grande y eso les aclaro las reformas impuestas por los organismos internacionales, tardarán más o menos pero nos tienen agarrados, son nuestra única fuente de financiamiento. Entonces van a opinar sobre el BROU, van a opinar sobre el sistema de Salud Pública, van a opinar sobre la educación superior y eso a cada uno nos va a molestar pero las reformas de alguna manera o de otra se van a terminar haciendo o Uruguay permanecerá al margen de los mercados internacionales. Yo creo que esos son tres capítulos que deberíamos pensar.