

***Ante una Realidad Mundial Crecientemente Compleja:  
Evaluación y Perspectivas de la Economía Global,  
Regional y del Uruguay***

17 de agosto de 2011

---

Dijo que frente a un posible escenario de severas turbulencias externas el país está muy sólido en liquidez internacional y bancaria, pero recomendó cautela.

**TALVI DIJO QUE LA ECONOMÍA ESTÁ EXUBERANTE, PERO TAMBIÉN VULNERABLE PORQUE EL ÉXITO ECONÓMICO AUMENTÓ LA DEPENDENCIA DE LOS CAPITALES EXTERNOS Y POR LA FRAGILIDAD FISCAL**

---

Uruguay seguirá en el mejor de los mundos posibles si la evolución de la crisis financiera internacional no deriva en un accidente mayor, como lo podría constituir una crisis de deuda soberana y financiera en los países más comprometidos de la Unión Europea y su posterior contagio. Pero de ocurrir esto, o algún otro evento con consecuencias persistentes y negativas sobre la economía global y el mundo de las finanzas, el país – que está blindado desde el punto de vista financiero como para resistir el embate – presentaría flancos vulnerables porque el éxito económico de los últimos años ha aumentado la afluencia de capitales externos (que podrían revertirse abruptamente en una hipótesis de severas turbulencias financieras globales y golpear también a las economías regionales de las que hoy somos más dependientes) y por la fragilidad en el plano fiscal. En otras palabras, los flancos vulnerables que presenta el Uruguay son, paradójicamente, el resultado tanto de su éxito como de sus omisiones.

Uruguay se ubicó, junto con Brasil y Argentina en los tres primeros lugares, por encima incluso de China, según el Índice CERES de Exuberancia Económica (ICEE) – que

cuantifica en que medida algunas variables claves de la economía están operando por encima de valores que se deberían observar en tiempos normales, con registros muy positivos en materia de crecimiento. Por otro lado, Uruguay apareció asimismo, también junto con Brasil y Argentina, en los primeros lugares en el Índice CERES de Vulnerabilidad Externa (ICVE), que mide en este caso los niveles de fortaleza o debilidad de las economías ante la posibilidad de un deterioro significativo y persistente en el entorno global como resultado de la materialización de los riesgos potenciales que presenta la economía mundial. Dicho en pocas palabras, y aunque pueda resultar paradójico, Uruguay es al mismo tiempo exuberante y vulnerable. Esto justifica el optimismo, pero también debería imponer gran dosis de cautela.

Lo anterior resume muy apretadamente las conclusiones a las que arribó el Dr. Ernesto Talvi al analizar la compleja coyuntura internacional y lo que denominó la Nueva Geografía Económica Global, un escenario donde, paradójicamente, todo lo que antes jugaba en contra del país – fuerte dependencia de los commodities y de las economías regionales, relativa desconexión y bajos volúmenes de inversión extranjera del mundo desarrollado – hoy está jugando a favor, y justificando una dosis razonable de optimismo. Sin embargo, en una conferencia donde dedicó su tiempo a desmenuzar la situación en Estados Unidos (donde descartó de plano un default pero advirtió sobre la posibilidad de un escenario recesivo) y en Europa (a propósito de la cual señaló que las medidas hasta ahora adoptadas van en la dirección correcta pero son insuficientes y se requiere un gran acuerdo político para que la sangre no llegue al río), defendió con argumentos técnicos la necesidad de que Uruguay reconozca sus limitaciones, lo que implica no perder de vista la propia vulnerabilidad en ciertos flancos, en particular la mayor dependencia de capitales externos y la fragilidad fiscal, ante acontecimientos internacionales adversos que de producirse estarían fuera de nuestro control y podrían sustraernos todo lo que el contexto favorable nos ha dado en un ciclo expansivo solo comparable en magnitud al que se vivió en los años 50.

## **Anémicos y Dinámicos**

La Nueva Geografía Económica Global que se está configurando divide al mundo en un universo de economías anémicas o débiles y otro de economías dinámicas, explicó el Dr.

Talvi. En las primeras (economías avanzadas, parte de Europa del este, las ex Repúblicas Soviéticas así como México y Centro América), hay recuperaciones frágiles, actividad económica por debajo del potencial, demanda interna e importaciones deprimidas, presiones deflacionarias y depreciación de monedas. En las dinámicas (China, la mayor parte de las economías asiáticas y casi todos los países sudamericanos, incluyendo a Uruguay) se observan economías que operan por encima de su nivel potencial, niveles de desempleo históricamente bajos, comportamiento muy dinámico de la demanda interna y las importaciones. Según el expositor, Uruguay además presenta un crecimiento exportador muy dinámico, que se explica porque nuestro país vende mucho a las economías emergentes dinámicas (por ejemplo a China, hacia donde las exportaciones crecieron 150% desde 2006; o a Brasil, donde aumentaron en el mismo período 130%), que hoy pasaron a representar un 63% del comercio exterior uruguayo, cuando en el 2006 representaban el 47%. Las exportaciones a las economías avanzadas, las anémicas, crecieron en cambio solo 4%.

Al igual que sus vecinos del Mercosur, Uruguay está experimentando presiones inflacionarias y una fuerte apreciación del tipo de cambio real. El peso uruguayo – al igual que ocurrió con el peso argentino y el real – se apreció desde 2006 con respecto a todas las monedas de los centros de poder económico mundial: el dólar (38%), el Euro (32%), el Yen (23%) y el Yuan chino (20%). La paridad solo se mantuvo con las dos monedas de los países vecinos.

## **Uruguay, su Exuberancia y sus Desafíos**

El expositor destacó que Uruguay, junto con Argentina y Brasil, figura en los primeros tres lugares en el Índice CERES de Exuberancia Económica, que mide el grado de dinamismo o anemia de las economías. “Exuberante” es un país que económicamente está operando por encima de su capacidad potencial, donde el desempleo está muy por debajo de su tasa natural, donde los niveles de consumo están creciendo muy por encima de los ingresos, donde el crédito se expande a ritmo acelerado para financiarlo, donde se genera una apreciación del tipo de cambio real que lo ubica por debajo de sus niveles normales.

Talvi sostuvo que si este nuevo orden global fluye sin turbulencias serias, algo que no es posible asegurar, el gran desafío del país será aumentar su capacidad productiva y realizar un mayor esfuerzo de inversión en infraestructura física, tecnológica e institucional, y por supuesto más inversión en capital humano (mejorar la calidad educativa), porque de lo contrario se encontrará con cuellos de botella muy importantes para seguir creciendo a tasas elevadas.

El desafío de ampliar la capacidad productiva ante una Nueva Geografía Global favorable a nuestros intereses no es sin embargo el único desafío que planteó Talvi. “Dada la enorme envergadura de los cambios que esta Nueva Geografía Económica Global presupone, lo que podemos asegurarles es que el trayecto no va a estar ajeno a turbulencias y sobresaltos”, dijo. Y agregó: “no podemos, ni debemos dormir tranquilos, tenemos que identificar cuáles son las turbulencias más serias que podremos enfrentar en el trayecto, cuáles son sus efectos potenciales y cuáles son los antídotos para minimizar los riesgos”.

## **Estados Unidos**

Para el Dr. Ernesto Talvi la probabilidad de un default explícito en los Estados Unidos es casi nula. Afirmó que para demostrarlo se remitía en primer lugar a los hechos de pública notoriedad. Tras la rebaja de la calificación de la deuda soberana por parte de la calificadora Standard & Poors los inversores se refugiaron en el dólar y salieron a comprar los bonos cuya calidad se acababa de rebajar. Desde su punto de vista, Standard & Poors cometió un error de concepto, al no considerar la posibilidad que tiene EEUU de recurrir al impuesto inflacionario (que no es más que un impuesto al ahorro acumulado en activos financieros), que combinado con un ajuste fiscal por la vía de la reducción de gastos e incremento de impuestos tradicionales (que son los que la DGI americana recauda) conformará seguramente la solución mixta que se le dará al problema.

El expositor señaló que la situación generada fue una combinación de una contracción significativa y persistente de la actividad económica y de la recaudación, con un gasto público que, en parte debido a los estímulos fiscales, se encuentra por encima de los

patrones históricos, situación que catapultó el déficit fiscal de 1.7% en 2006 a 10% este año. Como corolario la deuda pública tuvo un crecimiento meteórico que la llevó de 60% del PBI en 2006 a 95% del PBI. Para Talvi el episodio vivido en el Congreso de los EEUU, con la compleja negociación entre Demócratas y Republicanos, viene a demostrar que el proceso político que define las decisiones económicas es tan importante como los fundamentos económicos propiamente dichos en el momento de evaluar los riesgos. “Estados Unidos, dijo, estuvo al borde de caer en un default técnico y puso al mundo en vilo no por una cuestión de fundamentos económicos sino por una cuestión política”.

De acuerdo a las estimaciones de CERES, el recorte del gasto público explícito en el acuerdo político alcanzado conducirá a EEUU a un período inicial de debilitamiento económico, por la simple razón de que la reactivación tuvo como uno de sus principales motores su expansión. En cualquier caso, subrayó, el país seguirá siendo percibido como un refugio seguro en momentos de pánico. En el futuro la nación del norte tendrá un sesgo inflacionario tal como ocurrió a la salida de Bretton Woods en 1973 cuando el dólar dejó de ser convertible en oro y empezó a flotar y a desvalorizarse contra las principales monedas, pero seguirá siendo, por el futuro previsible, la moneda global porque no hay alternativa alguna a la vista.

## **Europa**

Al analizar la situación europea el Dr. Ernesto Talvi dijo que era mucho más compleja que la que se vive en EEUU, aunque si se mira la Zona Euro como un país la situación es, cualitativa y cuantitativamente, casi un calco. Incluso los niveles de deuda pública, considerados todos los países de la Zona Euro en su conjunto, son algo inferiores a los de EEUU. El problema radica en que al no ser la Unión Europea una unión política, cada país es responsable por su propia deuda pública, y por tanto responde con su propia capacidad de recaudación de impuestos sin contar con la de los demás países. Talvi destacó que en los países periféricos de Europa (Grecia, Portugal, Irlanda, España e Italia) los niveles de endeudamiento son en general mucho más altos y están creciendo a un ritmo mucho más rápido que los de Alemania y Francia, y otros miembros de la Eurozona. La periferia europea, dijo, requeriría un euro mucho más depreciado para poder recuperarse por la vía exportadora. Puso como ejemplo a Grecia y Portugal, donde

se necesitaría un euro que cotizara por debajo de 0,6 por dólar cuando actualmente lo hace a 1,40. La situación actual se traduce en un crecimiento nulo o negativo, alto desempleo, alto déficit fiscal y una trayectoria explosiva de la deuda pública, alimentando temores de default.

El Director de CERES explicó que una reestructuración de la deuda con quitas significativas es problemática porque los bancos, al comprarle deuda al Estado, tienen mucha exposición (en algunos casos como Grecia, más de un 200% de su capital) y las pérdidas podrían poner en entredicho la solidez del sistema financiero y arriesgarían una corrida contra dichas instituciones. Dada la fuerte exposición que los bancos de los países centrales de la Eurozona tienen a los países periféricos (casi 100% del capital de los bancos franceses y alemanes está expuesto a las economías periféricas), si los sistemas bancarios de los países menores entraran en problemas y las economías en crisis, el pánico podría extenderse con facilidad. “Este es el gran tema, que un episodio de corrida en países pequeños de la periferia se generalice a sistemas bancarios mucho más sólidos y se propague el pánico a nivel global”, sentenció Talvi.

Ante esta situación las autoridades de la Unión Europea lanzaron recientemente un nuevo paquete de rescate en el cual extendieron la asistencia de liquidez a Italia y España, y se inició un programa que combina la reestructuración de la deuda ordenada con un *bailout* público para Grecia, lo que significa que la deuda griega sea absorbida parcialmente por instituciones supranacionales como el Banco Central Europeo, el Fondo Europeo para la Estabilidad Financiera o el Fondo Monetario Internacional. Sin embargo, las medidas correctivas aplicadas hasta ahora, dijo Talvi, se han planteado de forma muy tímida como para representar una solución definitiva.

También en el caso de Europa, sostuvo el expositor, el problema no es económico sino político. Si Alemania, ejemplificó, asumiera la totalidad de las pérdidas asociadas a las deudas de Grecia, Irlanda y Portugal le implicaría un aumento de la deuda pública de 12% del PBI, algo económicamente factible.

Para Talvi lo más probable es que en Europa las cosas se pongan peor antes de ponerse mejor, pero confía en que al final la sangre no llegue al río. Cuando los líderes políticos se vean al borde del abismo reaccionarán adoptando las medidas que sean necesarias para

evitar el pánico. Auguró que como una hipótesis de pánico en Europa tendría reverberaciones globales, este problema excede a Europa y la solución definitiva habrá de involucrar no sólo a la Unión Europea, sino a toda la comunidad internacional a través de organismos como el FMI. “Si eso no se hace con una gran dosis de liderazgo y destreza, las consecuencias serían tremendas, sus reverberaciones serían globales y se podría asistir a otro episodio de pánico financiero al estilo del que ocurrió con la caída de Lehman Brothers, pero con consecuencias aún más graves”, concluyó Talvi.

## **Uruguay y su Vulnerabilidad Externa**

Frente a estos escenarios caracterizados por altos niveles de incertidumbre donde no pueden descartarse accidentes mayores, CERES se preguntó qué tan vulnerables están las economías emergentes en general, y las economías de la región y Uruguay en particular, ante la posibilidad de un deterioro significativo y persistente en el entorno global como consecuencia de la materialización de los riesgos latentes.

El antecedente más inmediato fue el impacto de la crisis de Lehman Brothers en 2008, que determinó una contracción en el nivel de actividad económica global, una caída del 20% en el precio de las commodities relevantes para Uruguay y un incremento de 550 puntos básicos en la prima de riesgo país; una fuerte contracción de la inversión y las importaciones de las economías regionales – a las que el Uruguay hoy exporta el 30% de sus bienes, 75% de sus servicios y de las que recibe el 50% de la inversión extranjera directa –. Este doble impacto, global y regional, se tradujo en Uruguay en sustanciales subas de las tasas de interés domésticas, un salto del dólar de 19 a 24,5 pesos y una contracción abrupta de la actividad económica. En aquella ocasión, recordó Talvi, el episodio fue de muy corta duración, y ya en abril de 2009 los países avanzados pusieron a disposición de las economías emergentes con políticas sólidas y problemas de liquidez, casi un trillón de dólares. Pero de haber otro episodio de pánico, advirtió, éste podría ser más persistente porque los países industrializados tendrán las espaldas menos anchas para poder enfrentar los problemas.

Para responder a la pregunta de los niveles de vulnerabilidad, CERES desarrolló un Índice de Vulnerabilidad Externa (ICVE) para las economías emergentes que se asemeja

a una prueba de esfuerzo, al estilo de una ergometría, que supone medir el ajuste a nivel privado y público que se requeriría en tal emergencia (un país será menos vulnerable cuanto menor sea el ajuste requerido), la capacidad de ajuste de las economías (un país será tanto menos vulnerable cuanto más flexible sea su economía para adaptarse al deterioro del contexto global), la liquidez internacional (medida en recursos propios y líneas de crédito con organismos internacionales) en relación con las obligaciones exigibles al país en los siguientes doce meses, y la liquidez del sistema bancario.

El resultado mostró que los países del Mercosur se encuentran entre los más vulnerables ante un cambio persistente y adverso en el contexto global. En el caso específico de Uruguay, detalló Talvi, tiene una posición de liquidez internacional muy sólida, con lo cual podría cubrir cómodamente los próximos doce meses de obligaciones del sector público. E incluso podría cubrir todas sus obligaciones hasta principios de 2013 si se suma los 1.000 millones de dólares de líneas contingentes ya gestionadas con organismos internacionales. A su vez, los bancos privados y el BROU cuentan con niveles muy elevados de liquidez, equivalentes a casi 50% de los depósitos con vencimiento menor a un año.

Sin embargo, avanzó el expositor, en el hipotético caso de un deterioro persistente en el contexto global, Uruguay también presenta flancos débiles. El primer factor de vulnerabilidad importante, que está paradójicamente relacionado con el éxito del país, es justamente la gran afluencia de capitales externos que hoy tenemos. Esto que es una excelente noticia en tiempos de normalidad, es a la vez un factor de vulnerabilidad para el país, ya que ante un hipotético deterioro en el contexto global y un aumento generalizado de la percepción de riesgo, se produciría una retracción en los ingresos de capitales hacia los países emergentes. Esta retracción afectaría adversamente a nuestro país por su efecto directo, y por el efecto que la retracción de capitales tendría sobre los países de la región, especialmente Brasil, de la cual somos ahora más dependientes. “¿Quiere decir esto que el Uruguay debiera cerrarse a los capitales externos?”, se preguntó Talvi. De ninguna manera – respondió –, sería como negarse a incorporar tecnología informática por miedo a los virus. De lo que se trata es de aprovechar las ventajas de la tecnología pero tomando los recaudos necesarios: tener instalados buenos dispositivos anti-virus y un buen sistema de respaldo de los archivos.

El segundo frente de vulnerabilidad que presenta el Uruguay ante un hipotético deterioro persistente en el contexto global (en el que se revaloraría la deuda pública por la depreciación del peso, aumentarían los costos financieros y se reduciría la recaudación por desaceleración en el nivel de actividad), es el flanco fiscal. El Uruguay experimentaría un deterioro significativo de sus cuentas públicas, que en una hipótesis moderada llevaría el déficit fiscal al 4,5% del PBI. Esto podría forzar al país a realizar ajustes bastante severos en un contexto en que, como se sabe, el país padece de fuertes rigideces para poder procesarlo.

En este punto de la exposición Talvi sostuvo que el país no se preparó y gastó desde 2005, sin ahorrar un solo peso para épocas de turbulencias persistentes, toda la bonanza de recaudación (entre 2005 y 2010 la recaudación aumentó en casi 4000 millones de dólares de junio 2011 y el gasto aumentó en 4,400 millones). Creemos, dijo, que ningún gobierno hubiera sido capaz de hacer algo muy distinto de lo que se está haciendo. La vulnerabilidad fiscal no es culpa de un gobierno, sino de un sistema de decisiones colectivas con respecto al uso de los recursos públicos que no favorece el ahorro y estimula el gasto. A cualquier ministro le gustaría poder ahorrar parte de la bonanza, especialmente cuando la macroeconomía está manejada por gente altamente calificada y responsable, pero no es posible vencer al sistema si los mecanismos institucionales no son los adecuados. Si el Uruguay hubiera dispuesto durante este período de una regla fiscal como la que diseñó Chile – ejemplificó – se hubiera podido aumentar el gasto público en 2700 millones de dólares (un 60% del aumento observado), se habrían generado superávits fiscales durante el boom (el país hoy tendría un superávit fiscal superior al 2% del PBI) y se habría constituido un fondo de estabilización para ser usado en tiempos de crisis de 1200 millones de dólares.

La realidad es, apuntó nuevamente, que en materia fiscal estamos muy vulnerables ante un cambio abrupto en el contexto global. Ahora se pide prudencia en los gastos para minimizar los riesgos, pero es mucho más lo que tendríamos que haber hecho que lo que ahora podemos hacer. Como corolario advirtió que en el hipotético caso de tener que hacer ajustes fiscales, que como siempre ocurre habrán de combinar rebajas de gasto con aumentos de impuestos, el gobierno debería intentar proteger el gasto social, sobre todo aquel destinado a los segmentos más frágiles de la ciudadanía, y sacar del menú el aumento de los impuestos al capital (que ya no se aplican en ningún país), porque por esa

vía se estaría golpeando no a los más favorecidos, como suele decirse, sino a quienes gracias a ese capital que se invierte en el país por nacionales y extranjeros, tienen su empleo y sus ingresos. Hay que tener mucho cuidado con no agregar a un eventual impacto externo adverso un componente local que promueva la fuga de capitales.

## Una Reflexión Final

Al concluir su exposición Talvi dijo que el papel que a veces le toca desempeñar a instituciones independientes como CERES, es importante pero en ocasiones también ingrato. Cuando decimos que allá a lo lejos relampaguea y que tenemos que tomar recaudos, no faltará quien nos mire con mala cara, e incluso se nos acuse de no tener buena vista, de querer aguar la fiesta, o peor aún, de desear que venga cuanto antes la tormenta. Pero en realidad es el deber profesional de una institución independiente como CERES contarles a ustedes y al país cual es, a nuestro leal saber y entender, la realidad tal cual la vemos en función de nuestro conocimiento y experiencia.

Insistimos: Uruguay está en el mejor de los mundos si nada pasa, pero presenta flancos vulnerables si algo llega a pasar. Dicho de manera diferente: la Nueva Geografía Económica Global juega enormemente a nuestro favor y tenemos un horizonte extremadamente prometedor si no hay turbulencias o sobresaltos que desestabilicen la economía y las finanzas globales. Pero si se materializa alguno de los riesgos latentes, – siendo el más apremiante, una crisis de deuda soberana mal resuelta en Europa – riesgos que son inherentes a esta Nueva Geografía Global que tanto nos ha favorecido y hay un deterioro persistente en el contexto global, el Uruguay está vulnerable. Si tuviera que resumirlo en una frase diría: la economía uruguaya está exuberante, el país está blindado en materia de liquidez, pero es vulnerable ante un deterioro persistente en el contexto global, porque el éxito económico ha aumentado las afluencias de capital externo (que podrían retraerse abruptamente en una hipótesis de severas turbulencias financieras globales y golpear también a las economías regionales de las que hoy somos más dependientes) y por la fragilidad fiscal. En otras palabras, los flancos vulnerables que presenta el Uruguay son, paradójicamente, el resultado tanto de su éxito como de sus omisiones.

En un sentido profundo hemos vivido un revival de los años 50. Desde el final de la Segunda Guerra Mundial y hasta la actualidad el país ha tenido cuatro períodos de expansión sostenida: 1944-54, 1974-81, 1991-98 y los siete años y pico que van desde 2004 hasta la actualidad. La expansión actual es solo comparable en magnitud a la de los años 50. En ambos casos ha tenido como telón de fondo un aumento de magnitudes inéditas (y también muy similares) en los precios de los productos primarios. Si a la exuberancia económica le sumamos el éxito futbolístico podemos entender esta sensación existente de euforia. Diría más, en el Uruguay exuberancia económica más éxito deportivo es la definición misma de euforia. Y los uruguayos estamos eufóricos. De golpe ha renacido el orgullo nacional. Nos sentimos optimistas. Todos nos alegramos del resurgimiento de ambas cosas. Pero creemos que el optimismo eufórico es peligroso y peor aún, es ciego a los riesgos latentes que les hemos descrito hoy.

Las turbulencias financieras globales de los últimos días sembraron una preocupación y han puesto un paréntesis expectante en ese estado de euforia. Pero quizás en dos o tres semanas si estas turbulencias se disipan como ya ha ocurrido en otros episodios, volveremos de nuevo a la euforia. Haríamos mal.

Quizás el estado de ánimo que mejor se adecúe a los tiempos que corren sea el del optimismo cauteloso, que es parte de la filosofía del conductor de la selección nacional de fútbol, el Maestro Tabárez, y que seguramente está, por lo menos en parte, detrás de los grandes triunfos que la camiseta celeste obtuvo recientemente. Un optimismo cauteloso que dice – y voy a citar casi textualmente las palabras de Tabárez – que lo primero que tenemos que hacer es reconocer nuestras limitaciones, y que por tanto no le podemos jugar de igual a igual ni a Barcelona, ni a Brasil ni a Argentina, algo que queda para otros, como Holanda y Alemania. Nosotros tenemos primero que procurar limitar al rival para luego intentar lastimarlo.

Seamos optimistas, sí, porque la Nueva Geografía Económica Global nos sonríe. Tenemos buenos motivos para serlo. Pero reconozcamos nuestras limitaciones. En este caso – pasando del fútbol a la economía – reconocerlas implica no perder de vista que somos vulnerables ante acontecimientos internacionales que están fuera de nuestro control. Que de un golpe nos pueden quitar todo lo que nos han dado. Seamos optimistas, sí, pero seamos también cautelosos. Tengamos cuidado. Hay mucho en juego.