

## “LA ALTERNATIVA A UN BUEN ACUERDO CON EL FMI EN 2005 ES EL CAOS”

Reportaje al Director Ejecutivo de CERES, Dr. Ernesto Talvi, realizado por el diario **El Observador** el 7 de junio de 2004

---

*Uruguay está en una situación similar a la de Brasil antes de asumir Lula, señaló el Director de CERES.*

Después de la gran crisis, la deuda y la situación del sistema bancario son los dos problemas neurálgicos a manejar junto a las asechanzas de la reactivación económica. Y son tiempos de transición. Para el director del Centro de Estudios de la Realidad Económica y Social (Ceres), Ernesto Talvi, la salud bancaria mejoró pero no es “a prueba de disparates” como los anuncios políticos de gravar los depósitos.

En el campo del endeudamiento, el economista no ve obstáculos insalvables para afrontar las obligaciones con los acreedores privados en el actual marco de crecimiento de la economía. Sin embargo, esto depende de la renegociación que haga el nuevo gobierno, incluso antes de asumir en marzo de 2005, para renovar la deuda con los organismos multilaterales de crédito. Para la administración que emerge de los comicios la alternativa a un no acuerdo con el FMI es, redondamente, "el caos".

**P: Han pasado casi dos años desde que se reabrieron los bancos después del feriado: ¿cómo evalúa la actual situación del sistema financiero?**

**ET:** Los activos líquidos en casi todas las categorías de bancos, los privados, el BROU y el NBC, representan cerca de 40% de los depósitos. Quiere decir que los bancos tienen hoy niveles de seguridad extremadamente elevados, inclusive más altos de los que existían antes de la corrida. Esto permite soportar condiciones de fuerte estrés pero no es a prueba de disparates. Consignas como "vamos a gravar los depósitos" o "vamos a gravar la riqueza radicada en el país", claramente pueden provocar inquietud.

**P: Pero después de la devaluación se han incrementado fuertemente los niveles de morosidad y se han deteriorado las carteras de los bancos...**

**ET:** Eso es cierto, pero ese es un tema de solvencia no de liquidez. Desde el punto de vista de la solvencia del sistema hay que distinguir la situación del BROU de la de los bancos privados. Aunque los créditos morosos que hoy representan el 20% de la cartera de créditos han aumentado significativamente después de la crisis, el capital de los bancos privados que han quedado en pie, representa dos veces y media el volumen de créditos problemáticos (luego de neteadas las provisiones). Por lo tanto, los bancos privados no sólo tienen una elevada liquidez sino que cuentan con una elevada cobertura de capital.

**P: ¿Cuál es la situación del BROU?**

**ET:** Es distinta. Dado los elevadísimos niveles de morosidad que presentaba a finales de 2003, superiores al 60% de la cartera de créditos, la cobertura de capital con la que contaba el BROU era apenas del 40% del volumen de créditos problemáticos (netos de provisiones). Lo que esto deja en evidencia es que la firmeza o la fragilidad del República es tan buena o mala como la garantía que ofrezca el Estado.

**P: Pero el BROU creó a fin del 2003 un fideicomiso al que le transfirió su cartera "pesada"...**

**ET:** Justamente, ese alto nivel de morosidad justifica parte de las medidas de reforma que el BROU está tomando, como la conformación de ese fideicomiso al que se le trasladaron los créditos de menor calidad por un valor contable de U\$S 400 millones, a cambio de lo cual se obtuvo un pagaré con garantía del Estado. Este cambio de activos mejoró los índices de morosidad, que se redujeron al 25% y mejoró la cobertura de capital del BROU. Pero debe tenerse en cuenta que en la medida que los créditos de este fideicomiso no se recuperen en tiempo y forma, el Estado tendrá que hacer efectivas esas garantías y asumir más costos. Pero más allá de esta gimnasia contable, lo que uno se cuestiona es mucho más básico y es acerca de cual es la constelación de incentivos que llevó a un banco del Estado a tener una morosidad cinco veces mayor que la de los bancos privados, aún antes del comienzo de la crisis financiera.

**P: Está instalada la duda si el nivel de endeudamiento público es sustentable ¿qué opinión tiene al respecto?**

**ET:** Como producto de la reactivación, el superávit primario hacia el que la economía se va encaminando es de 4% a 4,5% del PBI. Lo que se necesita para servir la deuda pública es algo superior al 3% del PBI. Las finanzas del Estado están ahora en orden, aunque es justo reconocer que a costa de un enorme sacrificio ya que el gasto público en salarios y jubilaciones ha bajado más de 20% en términos reales y las inversiones más de 30%. Bajo condiciones normales Uruguay podrá servir su deuda.

**P: Sin embargo las amortizaciones de 2005 y 2006 son voluminosas. El *roll-over* con los organismos multilaterales parece posible, al precio de acordar un programa que ellos acepten, pero luce más complejo el tema de la deuda en bonos. ¿Cuál cree que debe ser el camino?**

**ET:** Para que todo transcurra con normalidad y el Uruguay mantenga el acceso a los fondos de las multilaterales y a los mercados para refinanciar los vencimientos 2005 se tienen que cumplir dos condiciones: que el nuevo gobierno negocie durante la transición misma un acuerdo con el FMI y que lo tenga firmado casi al momento mismo de instalarse. La razón: en 2005 tenemos vencimientos con los multilaterales por U\$S 1700 millones y para poder "refinanciar" habrá que tener un acuerdo cerrado con el FMI. Así también se podrá mantener el acceso a los mercados de bonos.

**P: ¿Pero eso implica que el FMI podría acotar la acción del nuevo gobierno?**

**ET:** Hasta cierto punto lo implica, por lo menos en material fiscal y financiera. Y no es que me guste esta dependencia casi patológica que tenemos de los organismos financieros internacionales. Pero en este momento no hay opciones. La alternativa a cerrar un buen acuerdo con el FMI en el año 2005 es el caos. Nuestra situación hoy es similar a la que enfrentaba Brasil cuando Lula fue electo. Y está a todas luces claro el camino por el que se optó.

**P: ¿Y cuál es la segunda condición que debe cumplirse para que el país pueda seguir sirviendo y refinanciando su deuda con normalidad?**

**ET:** Que el entorno externo no se torne muy desfavorable, lo que podría ocurrir si las tasas de interés en EEUU suben de manera abrupta. Una suba en las tasas de interés mundiales no solamente repercutiría en un aumento de nuestros costos financieros y del servicio de la deuda, sino que podría complicar la situación regional, en particular a Brasil cuya situación financiera es también bastante delicada. Lamentablemente estas son las zozobras a las que uno se expone cuando carga con una deuda pública muy elevada. Con el tipo de riesgos externos que nuestras economías enfrentan, para poder vivir sin zozobras el endeudamiento público no debiera superar el 30% del PBI. Hoy Argentina tiene una deuda pública de 140% del PBI (pre-reestructuración), Uruguay una del 100% del PBI y Brasil del 60% del PBI. Chile tiene menos de 20% del PBI. Todo dicho.

---

## **“FLOTAR, LO QUE SE DICE FLOTAR, NO FLOTAMOS”**

El director de Ceres, Ernesto Talvi, entiende que no asumir un compromiso explícito sobre el precio del dólar no alcanza para definir al actual sistema de cambio como de libre flotación. Por el contrario, considera que el Banco Central está actuando permanentemente en el mercado para estabilizar el tipo de cambio y que propuestas de desdolarización como la unidad indexada, por más que es loable, no alcanzan para cambiar el ánimo de los ahorristas, afectados por los "abusos" del pasado en materia de devaluación e inflación.

**P: Recientemente el presidente de Banco Central dijo que “hay que destruir al dólar como unidad de cuenta” en el sistema. ¿Está Ud. de acuerdo?**

**ET:** Creo que en esta cuestión hay que moverse con cuidado. La dolarización nos ha traído fuertes dolores de cabeza. Cuando por razones externas fue necesario devaluar fuertemente la moneda, en 1982 y en el año 2002, la deuda privada y pública en dólares explotó, creando serios problemas financieros para el Estado, para los deudores privados y para los bancos. Pero no debemos olvidar por qué el sistema se dolarizó en primera instancia. Ahorrar en dólares, en lugar de ahorrar en pesos, fue la manera que tuvieron los ahorristas de protegerse contra la expropiación de sus ahorros por el uso abusivo de la inflación y la devaluación.

Para sustituir al dólar como vehículo de ahorro debe antes existir una alternativa que proteja al ahorrista contra los abusos del pasado y que además sea aceptada por los ahorristas. De lo contrario, terminaríamos con un sistema financiero minúsculo y con depósitos a muy corto plazo. La unidad indexada a la tasa de inflación es un vehículo de ahorro que apunta en esa dirección. Pero un dólar es un dólar, mientras que una unidad indexada es una construcción artificial siempre sujeta a manipulación por parte de las autoridades. Me parece un intento loable, pero por ahora veo difícil que la economía se desdolarice. Por eso creo que la única estrategia razonable es aprender a convivir con la dolarización pero tomando los recaudos necesarios para evitar que las devaluaciones siempre terminen precipitando una crisis financiera.

**P: ¿No cree que el régimen de flotación contribuirá a desdolarizar el sistema financiero?**

**ET:** Puede ser, pero la evidencia no parece indicarlo. Hay muchos países dolarizados que dicen que flotan y que siguen estando muy dolarizados después de años de presunta flotación. Lo cierto es que las economías dolarizadas no flotan aunque digan que flotan y nosotros no somos la excepción.

**P: ¿En qué sentido?**

**ET:** La cotización del dólar en nuestro país se ha mantenido estable desde agosto de 2002. Y eso no es por casualidad. En el periodo pre-canje, cuando había presiones para que el dólar subiera y el Banco Central no tenía reservas, se pagaron tasas de interés en pesos exorbitantes para estabilizar el tipo de cambio. En la etapa post-canje, cuando los capitales dejaron de salir y hubo presiones para que el dólar bajara se compraron dólares para evitar la baja. Claramente esto no es lo que uno define como un régimen de flotación.

No digo que esté bien ni mal; es lo que ocurre, y de hecho es exactamente lo que hubiera esperado que sucediera en una economía altamente dolarizada como la uruguaya. Si se construye un “índice de flotación” para distintos países, este índice toma un valor de cero para los países con tipos de cambio fijo y valores de 50 o 60 para países con regímenes flotantes. Lo que se observa en nuestro país y en todos los países altamente dolarizados, es que el nivel de flotación se le parece muchísimo más a lo que se asociaría con tipos de cambio cuasi fijos que con tipos de cambio fluctuantes. De hecho la diferencia más importante con el régimen anterior, el de bandas, es que no hay ningún compromiso explícito de defender un techo o un piso del tipo de cambio. Pero flotar, lo que se dice flotar, no flotamos.