

## A SEIS MESES DEL COLAPSO DEL PLAN REAL, BALANCE Y PERSPECTIVAS PARA LA REGIÓN

Entrevista al Director Ejecutivo de Ceres, Dr. Ernesto Talvi, realizada en el programa "En Perspectiva" de la emisora El Espectador el 2 de julio de 1999

**El director ejecutivo del Ceres, doctor Ernesto Talvi, señaló que la deflación "es un camino gradual, doloroso, no sencillo", pero que puede "preservar la estabilidad para que el país salga mejor parado"**

**P: A seis meses de la devaluación del real, ¿la estabilidad que vive Brasil es algo concreto, decisivo, o es algo tan sólo aparente? ¿En Argentina está en riesgo la convertibilidad? ¿Cómo le está yendo al Uruguay en medio de ese juego cruzado? ¿Cuánto durará la recesión en nuestro país? Para muchos analistas, a Brasil no le ha ido tan mal con la devaluación; ¿deberían Argentina y Uruguay seguir ese ejemplo? Vamos a conversar de estos temas con el doctor Ernesto Talvi, director ejecutivo del Centro de Estudios de la Realidad Económica y Social (Ceres).**

**Vamos a basarnos en el informe que presentó ayer en un desayuno de trabajo en el Club de Golf con las empresas y empresarios socios de Ceres -unos 150 asistentes-, que tuvo por título "A seis meses del colapso del Plan Real, balance y perspectivas para la región". Vamos a ir dividiendo esta charla en capítulos, de alguna manera siguiendo el orden de la exposición de ayer. Primero detengámonos en Brasil. El título que tú manejaste para ese sector de la conferencia es: "Vino la luz, pero mejor no apaguemos las velas todavía". Vamos a recordar qué tipo de crisis tenía Brasil y de qué manera la terminó enfrentando, qué tipo de ajuste realizó después de la devaluación.**

**ET:** No olvidemos que lo que precipitó la crisis cambiaria en Brasil fue una crisis fiscal, la acumulación sistemática de fuertes déficits que hicieron que la deuda pública de Brasil creciera de manera muy dramática y que finalmente los mercados le interrumpieran el crédito por las dudas de que eventualmente fuera viable repagar esa deuda. Al interrumpirse el crédito y tener un déficit que había que financiar, Brasil recurrió a sus reservas internacionales, como haría cualquier familia que recurre a sus ahorros. Una vez que las reservas llegaron a nivel crítico, como éstas están allí para defender la paridad cambiaria y ésa es la manera que uno tiene para defenderla, tuvo que soltar el tipo de cambio. Inicialmente se devaluó un 80% y luego la devaluación se estabilizó en un 40%.

El diagnóstico de la situación que se hizo en ese momento fue que, si lo que precipitó esa crisis cambiaria fue una crisis fiscal, resolver el problema implica un fuerte ajuste fiscal. Y eso fue lo que Brasil hizo; a partir de la crisis rusa primero, después de la devaluación lo refrendó con un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional y a partir de principios de este año ha conseguido resultados que han ido tranquilizando un poco las aguas.

**P: Brasil tenía que resolver el problema clave de las tasas de interés**

**ET:** Exactamente. La falta de credibilidad de los mercados en la estabilidad cambiaria mantenía muy altas esas tasas de interés y, por ende, los costos financieros de la deuda, lo que agravaba el déficit fiscal. A partir de los ajustes que Brasil tomó, la situación fiscal empezó a mejorar lentamente, y lo ha hecho sistemáticamente en los primeros cinco meses del año. Como consecuencia las tasas de interés han bajado de manera muy sustantiva -de 45% en enero después de la devaluación, a un 21% en que están ahora; aunque son todavía altas-, el tipo de cambio se ha estabilizado y la situación se ha ido distendiendo de manera gradual. Si la

situación fiscal continúa mejorando, en lo que queda del año podríamos esperar que la situación siguiera distendiéndose, que las tasas de interés bajen.

**P: ¿Hasta cuánto tendrían que bajar las tasas?**

**ET:** Para que las cuentas fiscales cierren, las tasas tendrían que bajar a un nivel de 10%, 11% o 12%. Pero la probabilidad de que bajen a ese nivel no es alta; lo más bajo que hemos visto en los últimos años anda en el 16%, 17% o 18%. Con eso no se resolvería todo el problema, pero por lo menos habría una distensión importante y la baja en las tasas de interés tendría un efecto reactivador sobre la demanda interna en Brasil, lo que contribuiría a que el comercio exportador argentino y uruguayo hacia Brasil también se pueda reactivar.

**P: La pregunta clave es si esta mejora es duradera**

**ET:** En principio, por el año 99 no anticipamos que Brasil tenga incumplimientos con el Fondo Monetario. Tiene algunas dificultades por las medidas que se ha tomado por algunas impugnaciones judiciales que se hizo, que en principio han sido resueltas favorablemente para los impugnadores. Pero el gobierno ha dicho que en todo caso va a compensar esas medidas. O sea que hay algunas amenazas en el corto plazo, pero creo que vale la pena trabajar sobre la hipótesis de que en el año 99 las cosas van a salir de acuerdo a lo programado. Más allá, en el horizonte, hay algunas cosas que es preciso resolver. Creo que es justo decir que Brasil no tiene un problema de números fiscales en rigor, sino un problema de gobernabilidad fiscal.

**P: ¿Cuál es la diferencia entre una cosa y la otra?**

**ET:** Brasil tiene una dificultad institucional muy seria de gobernar sus cuentas fiscales. El gobierno de las cuentas fiscales depende de varios factores, pero nosotros identificamos tres: las reglas electorales, que determinan la fragmentación política del país, que hacen más difíciles los acuerdos; la capacidad de que el gobierno federal pueda contener los déficits fiscales que se genera a nivel de los Estados, que hoy es poca; y la capacidad del propio gobierno de gobernar su propio presupuesto. Brasil está tratando de atacar todos esos temas con una reforma política que reduzca el número de partidos de 12 o 13 que tiene ahora a un máximo de cuatro o cinco, con una Ley de Responsabilidad Fiscal que les pondría límites muy estrictos a los déficits y a los niveles de deuda que podrían tener los Estados y el propio gobierno. Y eventualmente - aunque esto todavía no está en la agenda- tendría que encararse una reforma más profunda de la seguridad social, que es uno de los factores importantes que contribuyen al déficit. Brasil está tratando de atacar esos problemas más fundamentales que están en el origen de los problemas fiscales, pero obviamente son reformas más de fondo que no son fáciles de poner en práctica.

**P: ¿El único problema que enfrenta Brasil, si miramos más allá del 99, es el de la gobernabilidad fiscal?**

**ET:** Diría que hay otro: parte del problema fiscal de Brasil es de origen monetario. Brasil tiene que pagar altas tasas de interés por su deuda en reales, mucho más altas de las que paga por su deuda en dólares. Por ejemplo, paga un 21% de tasa de interés por un título en reales a tres meses. Si uno piensa que el tipo de cambio va a estar estable es 21% en dólares. Brasil paga por la deuda en dólares 14%-15% a 10 años. Eso se debe a que la gente no cree en forma contundente que el real se vaya a mantener estable, con lo cual va a ser difícil que Brasil pueda conseguir bajar las tasas de su deuda en reales más allá de ciertos límites, porque no es fácil lograr credibilidad pocos meses después de que terminó por devaluar la moneda de manera muy significativa.

**P: De ahí que a Brasil le interese esto de un pequeño Maastricht en el Mercosur**

**ET:** Yo creo que sí, que el hecho de que Brasil muestre este entusiasmo repentino por la moneda única, la responsabilidad fiscal y la convergencia de las políticas macroeconómicas se debe a que, como el diagnóstico es que internamente necesita darse estas reformas que recompongan la gobernabilidad de sus cuentas fiscales y la credibilidad monetaria, sin duda, que estas reformas vengán impuestas por acuerdos supranacionales podría hacerlas viables internamente.

**P: Que el muro de contención venga de afuera**

**ET:** Eso es exactamente lo que muchos de esos acuerdos internacionales tienen como cometido: impedir que las presiones internas terminen por socavar la disciplina o las cuentas fiscales.

**P: Vamos ahora a ver cuál es la situación de Argentina y Uruguay en este contexto. ¿Cómo la estamos pasando?**

**ET:** La estamos pasando mal, eso está claro. Tuvimos un terremoto económico muy fuerte, del cual es muy difícil aislarse. Lo que el gobierno puede hacer es tratar de mantener la casa en orden para que este doloroso ajuste se procese de la manera más ordenada posible.

**P: ¿De cuánto ha sido la pérdida de competitividad de Uruguay y de Argentina frente a Brasil, ahora que más o menos se ha estabilizado el tipo de cambio en ese país?**

**ET:** Por ahora, con esta devaluación de un 40% y por la forma como están reaccionando la inflación y nuestras economías, la pérdida acumulada de competitividad se puede calcular entre 18% y 20%.

**P: No es poco; al revés, es mucho**

**ET:** Un golpe muy fuerte

**EC - Una pérdida de competitividad de 20%.**

**ET:** No solamente eso. En términos simples, implica que si vendiéramos lo mismo que antes recibiríamos peores precios, pero lo cierto es que como esta devaluación tuvo un efecto en la demanda interna brasileña, mucho más contractivo que su producción, que se espera que caiga entre 1,5% y 2%, cuando la demanda interna va a caer alrededor de un 5%, eso se refleja en la caída de importaciones. En los primeros cinco meses Brasil ha importado un 25% menos de lo que importó el año pasado, lo que se refleja en menores compras hacia Uruguay y Argentina. O sea que no solamente estamos vendiéndole a Brasil a peores precios sino que además le estamos vendiendo mucho menor cantidad. Cuando un cliente tan grande nos compra tanto menos y nos paga peor los sectores que están expuestos al comercio con Brasil -y en el caso de Uruguay también al comercio con Argentina, donde también están cayendo las importaciones a un ritmo de un 25%- han recibido un golpe sumamente fuerte.

**P: Las exportaciones uruguayas a Brasil cayeron 40% en los primeros tres meses**

**ET:** Casi un 40%.

**P: Y las exportaciones uruguayas a Argentina en el primer trimestre cayeron 23%. Por supuesto que la caída de nuestras exportaciones a la Argentina viene del mismo lado, de Brasil**

**ET:** Ese es el efecto predominante

**P: Sería bueno examinar el hecho de que el impacto recesivo derivado de la crisis del Plan Real ni en Argentina ni en Uruguay se sintió sólo en los sectores de actividad más expuestos al comercio con Brasil**

**ET:** Eso es interesante. Para ponerlo en términos bien gráficos, el otro día una persona que se dedica al tema inmobiliario me decía: "¿Qué tengo que ver yo con todo esto, si yo no les vendo casas a los brasileños?". Me pareció legítima la pregunta.

**P: El sentía que estaba pasando por una situación complicada**

**ET:** Ella sentía que no tenía nada que ver con Brasil, dado que no les vende casas a los brasileños. Me parece interesante aclarar cuál es el impacto indirecto que una situación como la de Brasil y Argentina nos genera a nosotros y que afecta a otros sectores. Hay dos canales básicos. El primero es lo que me gusta llamar el efecto incertidumbre: de golpe un grupo de empresas está en más dificultades porque ahora les vende menos a Argentina y Brasil. En algunos casos se envía gente al seguro de paro, se tiene que renegociar los contratos salariales, que en algunos casos se han congelado y en otros se han reducido. Desde el punto de vista del consumidor, uno se puede decir: "Yo antes tenía un flujo de ingreso predecible porque tenía empleo, sabía qué salario ganaba y tenía la expectativa de mantenerlo. Hoy no sé si mañana voy a tener el empleo y, si lo tengo, no sé si voy a ganar lo mismo que estoy ganando ahora". O sea que tengo mucha más incertidumbre respecto a mi flujo de ingresos futuros que la que tenía antes de este golpe.

Entonces uno se repliega en el gasto, especialmente en el que uno financia a crédito, como la compra de propiedades inmobiliarias, automóviles, electrodomésticos. Gastos que además pueden postergarse. Si uno pensaba cambiar el auto o la heladera puede decir: "Espero un poquito más hasta que el panorama se despeje". Entonces el consumidor se repliega, reduce su gasto, y eso obviamente tiene un impacto adverso en la actividad productiva.

Pero este aumento de la incertidumbre y el golpe brasileño también aumentan el riesgo crediticio de las empresas, no solamente de las que han sido golpeadas sino de todo el sector empresarial uruguayo, porque uno puede no venderle nada a Brasil pero ser proveedor de una empresa que sí le vende. O sea que las empresas están muy interrelacionadas. Entonces, lo que uno ha visto en el sistema bancario -y es usual que esto ocurra- es una contracción de crédito bastante fuerte, que se ve en los números.

**P: ¿Qué quiere decir contracción del crédito?**

**ET:** En parte se ha subido las tasas de interés, pero por otra parte se aumenta las restricciones cuantitativas al crédito. Si antes se prestaba con determinada garantía, ahora se pide más garantías; si antes había sobregiros automáticos en las cuentas corrientes ahora se pone límites más estrictos; si antes uno tenía un crédito que se iba renovando de manera casi automática en la medida en que vencía, ahora hay que renegociar la renovación, e incluso hay renovaciones parciales. Las condiciones para obtener un crédito se hacen más estrictas.

Por un lado, consumidores y empresas tienen poca predisposición a entrar en compromiso porque están en una situación un poco incierta. Y por otro, alguien que estuviera pensando en incurrir en un compromiso va al banco y éste le exige condiciones más duras para obtener el crédito, lo que tiene un efecto adicional contractivo sobre la demanda interna y también sobre la producción, porque las empresas precisan capital de trabajo para funcionar, que habitualmente se financia con créditos.

**P: Por esa razón, en el caso de Argentina el impacto recesivo no se da sólo en aquellos sectores de actividad vinculados al comercio con Brasil. Y en el caso de Uruguay el impacto recesivo no se da sólo en los sectores vinculados al comercio con Brasil y Argentina; se da en general, el efecto termina desparramándose ¿sobre toda la economía?**

**ET:** No, no sobre toda. Se desparrama sobre los sectores que están expuestos al comercio con Brasil y Argentina porque les pegó directamente el golpe. Y, sobre todo, sobre aquellos sectores que están muy vinculados a la producción y a la venta de bienes durables como la industria, el comercio, la construcción y en parte el agro, ya que algunos productos del agro han tenido rebajas de precios a consecuencia de lo de Brasil. Toda esta situación genera lentamente un abaratamiento de la economía en dólares, que ya estamos viendo, tanto en Argentina como en Uruguay. En Argentina, que tiene un tipo de cambio fijo uno a uno con el dólar, la inflación está siendo negativa, o sea que los precios en dólares en Argentina están cayendo, no porque ese país haya cambiado el tipo de cambio sino porque los precios están cayendo nominalmente. En Uruguay, desde la devaluación del real hemos visto que la inflación está por debajo de la tasa de devaluación. Ese abaratamiento de la economía en dólares -por ahora gradual y lento- que se está produciendo va a beneficiar eventualmente a aquellos sectores que exportan fuera de la región.

**P:** ¿Hay alguna medición de cómo se está dando ese abaratamiento en dólares en Argentina y Uruguay?

**ET:** Argentina, desde setiembre del 98, después de la crisis rusa -porque allí la recesión empezó después de la crisis rusa, mientras que en Uruguay empezó recién en el primer trimestre de este año-, se ha abaratado en el orden del 3,5% en dólares, o sea que su competitividad frente al área dólar ha mejorado un 3,5%. La competitividad uruguaya ha mejorado desde el primer trimestre de este año alrededor de 2,5%.

**P:** ¿Cuál ha sido la dimensión de la recesión en el caso de Uruguay?

**ET:** En el primer trimestre del año respecto al trimestre inmediatamente anterior el Producto cayó más de un 3%, pero la proyección para todo el año varía entre una caída que va de 1,5% o 2% a 3%. Aunque hoy, lamentablemente, parecería que la cifra más negativa es la que luce más realista, si bien todavía dentro de límites que se pueden manejar de manera razonablemente ordenada. En Argentina las estimaciones varían entre una caída de 2% o 2,5% a 4%.

**P:** ¿La recesión va a continuar en el segundo semestre, en el caso de Uruguay?

**ET:** Eso depende mucho de lo que pase en Brasil y Argentina. Ya dijimos que en Brasil, si la situación se sigue distendiendo y las tasas de interés siguen bajando en el correr del año, podemos empezar a tener una incipiente recuperación de la demanda interna a partir del tercer trimestre. Obviamente no vamos a ver ni los precios ni los niveles de exportaciones que teníamos previo a la devaluación, pero lo importante es que se vaya recuperando de este valle en el que se ha caído para que empecemos a marchar hacia arriba y no sigamos marchando hacia abajo. En Argentina lo que se ve es que, aunque la producción industrial tuvo una caída muy fuerte después de la crisis rusa, desde setiembre del 98 hasta marzo, ésta ya subió 0,1% en abril respecto de marzo, y en mayo respecto de abril 0,5%. Sé que estos números son chiquititos, pero verdaderamente en estas situaciones uno quiere agarrarse de los pocos haces de luz que aparecen.

**P:** Parecen una luz al final del túnel

**ET:** Podría dar la impresión de que quizás Argentina haya tocado fondo a nivel industrial en abril-mayo, lo que no diferiría -esto es lo que me da cierta esperanza de que así sea- de lo que pasó en el "efecto tequila". Después de la devaluación de México la recesión empezó en febrero del 95 y en el octavo mes tocó fondo. De hecho, es interesante que la recesión del "efecto tequila" fue mucho más profunda de lo que está siendo ésta. Todavía las crisis rusa y brasileña no han producido una recesión a nivel industrial tan grande como la que produjo el "efecto tequila" en Argentina. Si se da esa circunstancia de que Brasil se sigue distendiendo y la

demanda interna se empieza a recuperar en el tercer trimestre, si efectivamente se verifica que Argentina haya tocado fondo entre marzo y abril, esperaríamos que a partir del cuarto trimestre del año la economía uruguaya empezara a recuperarse, que toquemos fondo en el tercer trimestre, ya que empezamos un trimestre más tarde que Argentina.

\*\*\*\*\*

## SEGUNDA PARTE

**P: ¿Cómo hacemos los uruguayos, con los datos que has señalado, para superar las dificultades comerciales? Tú decías que los sectores que exportan fuera de la región han mejorado sus posibilidades por el tema de la deflación en dólares, pero dependíamos mucho de Brasil, le vendíamos mucho. ¿Cómo hacemos para equiparar lo que perdemos con Brasil en otros mercados?**

**ET:** La realidad a veces es desagradable y hay que asumirla como tal. Brasil tuvo un colapso cambiario, eso es un hecho objetivo. Por ende, hemos perdido repentinamente competitividad con ese país. La cuestión es cuál es la estrategia que Uruguay y Argentina deben seguir para procesar este golpe de la manera más ordenada, más prolija, menos traumática posible. Pero ese hecho ocurrió. A veces el querer ir muy rápido puede llevar a tomar decisiones desacertadas.

**P: Estamos ante un camino lento, pero relativamente seguro -según intuyo a partir de lo que tú vienes diciendo-, que es el de la deflación en dólares y la búsqueda de nichos en otros mercados**

**ET:** El camino de la deflación, que es la reducción de precios y costos en dólares doméstica, en Uruguay y Argentina, es un camino gradual, doloroso, no sencillo, pero tiene al menos la chance de preservar la estabilidad para que finalmente el país salga mejor parado cuando esto se termine. No debemos olvidar que la situación de Brasil en principio no va a quedar tan mal como la que tiene hasta ahora. También estamos apostando a que Brasil vaya en parte recomponiendo su situación, empiece a recuperar -aunque no a los niveles anteriores a la devaluación- sus niveles de demanda.

Este ajuste es duro pero tiene la virtud de ser ordenado. Eso no es garantía de que termine exitosamente. Durante el "efecto tequila" Argentina procesó un ajuste deflacionario muy duro, tuvo una fortísima recesión -más fuerte que la que por ahora se está materializando después de la devaluación de Brasil- y una reducción de precios y costos en dólares que no se hizo vía una devaluación del tipo de cambio sino vía una reducción interna de los precios, que llevó a inflaciones negativas, o sea que los precios estaban bajando. Eso se procesó con cierto dolor pero con orden. Y después que terminó el temporal Argentina rebotó y empezó a crecer a tasas sumamente altas.

**P: Esa es la solución lenta, gradual**

**ET -** Esa es la solución que nosotros creemos que es lenta, gradual y, sinceramente, la única viable para el país.

**P: Porque la otra es la tentación de la solución rápida. Quizás el razonamiento que algunos hacen es: ya que a Brasil no le fue tan mal con la devaluación, ¿no habrá que seguir ese ejemplo?**

**ET:** Vamos a dividir en dos partes la respuesta a esta pregunta, porque esto me parece tan delicado como crucial.

**P: Lo primero que habría que saber es si a Brasil no le fue tan mal**

**ET:** Voy a tratar de analizar esto de la manera más objetiva posible. Obviamente no puedo evitar traslucir lo que pienso, pero ¿qué quiere decir que a Brasil no le fue tan mal con la devaluación? ¿Qué punto de referencia se está tomando cuando se afirma que a Brasil no le fue tan mal?

**P:** Supongo que se están tomando como referencia los pronósticos que circularon en los días inmediatamente siguientes al quiebre del Plan Real, en el mes de enero; se decía que aquello iba a ser una catástrofe

**ET:** O sea que a Brasil no le fue tan mal respecto a lo malísimamente mal que le podría haber ido.

**P:** Hoy incluso en Brasil se vive una cierta euforia, desde hace unas semanas

**ET:** El punto relevante de comparación para mí es cómo le hubiera ido a Brasil si hubiera hecho los deberes fiscales a tiempo y hubiera salvado el plan de estabilidad. Le puedo decir sin sombra de duda que le hubiera ido infinitamente mejor que lo que le está yendo ahora. El punto de referencia es importante. Además no le está yendo tan bien como parece. Se supone que si algo tendrían que producir estas devaluaciones es un "boom" exportador, porque ahora resulta que están muy baratos en dólares.

**P:** No fue eso lo que pasó, sino todo lo contrario

**ET:** En los primeros cinco meses del año las exportaciones cayeron un 16%, y no sólo las de productos primarios, que podrían relacionarse con los "commodities" que tienen precios más bajos o con las materias primas.

**P:** Porque hay una crisis internacional en relación a las materias primas

**ET:** Exacto. Los productos manufacturados cayeron un 19%.

**P:** ¿Cómo se explica esa paradoja? ¿Por qué no pasó eso que en principio se preveía como algo automático, que Brasil iba a exportar mucho?

**ET:** Porque el ajuste de las cuentas externas, la mejora en la balanza comercial, en estas experiencias habitualmente ha venido por una contracción dramática de las importaciones, no por "booms" exportadores. Lo mismo pasó en Asia; cuando los países devaluaron enormemente sus monedas no vino un "boom" exportador. La razón fundamental -porque uno tiene que mirar la ecuación de costos de una empresa de manera global, integral- es que lo que bajó en Brasil después de la devaluación fueron los costos salariales en dólares. Los salarios en dólares se licuaron después de la devaluación y la incertidumbre que eso creó secó el crédito bancario, entonces les era muy difícil -y les es todavía- a las empresas conseguir créditos, especialmente a las empresas pequeñas y medianas. No estoy hablando de empresas internacionales, con reputación ya establecida. El crédito se extinguió, y éste se precisa para funcionar, entonces eso tiene un efecto profundamente contractivo en la economía.

**P:** Primer punto, entonces: a Brasil no le fue tan bien como algunos creen

**ET:** A Brasil no le está yendo tan bien como algunos creen, especialmente en lo que tiene que ver con el comercio exportador, pero además va a pagar consecuencias de largo plazo por esto en materia de tasa de crecimiento.

**P:** ¿Cómo es eso?

**ET:** La tasa de crecimiento potencial de Brasil se va a ver afectada por la pérdida de confianza que vino aparejada después de la devaluación por la destrucción del crédito al sector privado, que lleva mucho tiempo recomponer. En Uruguay, después de la devaluación del 82, el crédito bancario prácticamente no reapareció por siete años. Eso va a afectar las posibilidades de crecimiento de largo plazo.

**P: El aparato productivo brasileño puede quedar herido por un tiempo prolongado**

**ET:** Más que herido, puede perder su capacidad de crecer con dinamismo, porque el aparato productivo instalado allí está, pero para crecer con dinamismo se necesita un sistema financiero sólido, dispuesto a intermediar los ahorros y en favor de los sistemas productivos domésticos. En cierto sentido, a esta altura es ya como un ejercicio teórico decir si fue bueno o no que Brasil devaluara. Devaluó porque no le quedaba remedio, porque tenía que hacerlo, porque se quedó sin reservas para poder defender la paridad. Los casos argentino y uruguayo son muchísimo más interesantes, porque los dos países tienen reservas para defender la paridad.

Argentina tiene un dólar por cada peso que circula. Quiere decir que, si se atacara el peso, si la gente quisiera dólares, el país tiene todos los dólares en las bóvedas para entregar por cada peso que circula. Uruguay tiene dos veces la cantidad de pesos que circulan en reservas; si la gente quisiera deshacerse de los pesos Uruguay podría darle reservas y todavía quedarse con la mitad. Desde un punto de vista estrictamente financiero, Argentina y Uruguay no tienen que devaluar como lo tuvo que hacer Brasil porque se quedó sin reservas y no pudo defender la paridad; en todo caso tendrían que decidir devaluar.

**P: A Brasil le devaluaron; Uruguay y Argentina tendrían que tomar la decisión de hacerlo**

**ET:** Tendrían que tomar la decisión explícita, no es que no tengan reservas en las bóvedas para poder defender la paridad cambiaria. ¿Por qué un país que "strictu sensu" no tiene necesidad de devaluar financieramente podría decidir hacerlo? Creo que la respuesta es única: podría decidirlo si cree que el costo en términos de actividad y empleo de seguir defendiendo esta paridad es mayor que los beneficios que esa estabilidad trae. Hay que hacer un análisis de costo/beneficio y ver cómo cierra esa ecuación para Uruguay y Argentina con los datos y la información que tenemos hoy.

**P: ¿Qué da ese análisis de costo/beneficio? ¿Cuán costosa sería una devaluación? Es difícil hacer una cuenta exacta, pero ¿qué tipo de elementos hay que tener en cuenta?**

**ET:** No es difícil imaginar los ingredientes del análisis, cuando las realidades argentina y uruguayana se separan de manera muy nítida de la de Brasil. El crédito a los sectores productivos y a los consumidores en Argentina y Uruguay está fundamentalmente en dólares, el 80% es en dólares. En Brasil los deudores estaban endeudados en reales. ¿Qué ocurre en una economía que tiene el crédito en su propia moneda, como era el caso de Brasil? Cuando se devalúa la moneda se licúan los ingresos de aquellos que venden en pesos y de aquellos que ganan en pesos, pero como las deudas también dan en pesos, también se licúa el valor en dólares de las deudas. Eso no necesariamente causa apremios financieros y eventualmente quiebras en empresas y consumidores. Pero si ahora uno tiene una economía en la que hay mucha gente y muchas empresas cuyos ingresos son en pesos, una devaluación licúa el valor en dólares de aquellos que venden o ganan en pesos, pero ahora las deudas están en dólares, entonces éstas no se licúan. Y lo que termina ocurriendo es que una devaluación instantáneamente pone en apremios financieros serios a un vasto sector de empresas y de consumidores y eventualmente puede llevar a un grado de caos financiero que produzca una contracción económica más fuerte de la que se supone que queremos evitar.

Esto es exactamente lo que pasó en Asia; las contracciones de las economías asiáticas fueron dramáticas. El Producto cayó 14% en Indonesia en el 98. De hecho, cuanto más devaluación hubo, más caída del Producto hubo. Justamente porque uno de los problemas serios que tenían

las economías asiáticas era que tenían fuertes descalces financieros, o sea que había mucha deuda en dólares de sectores cuyos ingresos eran fundamentalmente en moneda local.

Creo que el análisis costo/beneficio que deben hacer -y seguramente hacen- las autoridades -y por eso han elegido este duro camino de la deflación- es que una devaluación en una economía como la argentina o la uruguaya, donde está fuertemente dolarizado el crédito, produce instantáneamente apremios financieros para muchos sectores y se corre el riesgo de que se interrumpa la cadena crediticia y se genere una contracción aún peor que la que queremos evitar. Uno podría argumentar que un ajuste deflacionario como el que estamos viviendo, tan duro, tan recesivo, también puede terminar generando apremios financieros, dificultades, quiebras en muchos deudores. Es cierto, pero puede que no. Como pasó en Argentina durante el "efecto tequila", puede ser que el ajuste deflacionario finalmente se procese con orden y que nos deje en condiciones de recuperarnos con relativa rapidez.

En una economía dolarizada tenemos dos opciones claras: o generamos un caos financiero instantáneo o nos jugamos al ajuste deflacionario con la esperanza de que las cosas puedan salir bien y más ordenadamente. En un caso tenemos la posibilidad de salir bien parados y en el otro nos aseguramos el fracaso instantáneo. Está claro lo que uno tiene para elegir.

**P: Es un dilema duro**

**ET:** En Argentina y Uruguay tenemos que elegir entre una alternativa que no es buena -el ajuste deflacionario- y una peor, desde mi punto de vista.

**P: En el contexto regional, saliendo del Mercosur y yendo al continente, estamos asistiendo a una cadena de devaluaciones**

**ET:** Estamos asistiendo a una cadena de devaluaciones, fundamentalmente en economías no tan dolarizadas como las nuestras.

**P: Ecuador, Colombia**

**ET:** Ecuador, Colombia, Chile. ¿Por qué estamos dolarizados? Porque Uruguay y Argentina tienen una experiencia de abuso de la moneda, de devaluaciones confiscatorias en el pasado, con una libertad de capitales que hace que la gente pueda ahorrar en una moneda en la que confía que no va a perder su valor. No olvidemos que detrás de esos ahorros hay un gran esfuerzo de trabajo para mucha gente que realmente son los pequeños ahorristas, que también tienen sus depósitos en dólares. Entonces los bancos tienen su financiamiento en dólares y prestan en dólares. Es una realidad con la que tenemos que convivir, que nos impone restricciones.

Para resumir, diría que las cosas tendrían que ponerse realmente mucho peor de lo que están y resultar mucho peores de lo que estamos anticipando para que la ecuación costo/beneficio se incline en favor de la opción devaluatoria en Argentina y Uruguay. Sinceramente, creo que con la información que tenemos hoy la ecuación todavía es mucho más favorable a tratar de procesar esto de manera ordenada, con un ajuste deflacionario.

**P: ¿Qué pasa si Brasil y Argentina se complican? Son escenarios que tampoco se pueden descartar. Argentina tiene elecciones dentro de poco tiempo**

**ET:** Las elecciones no me preocupan porque todos los candidatos, seguramente munidos de este mismo análisis que acabamos de hacer aquí, han salido a marcar perfil respecto al gobierno en todo menos con respecto a la preservación de la convertibilidad, ha sido muy enfática la defensa de la convertibilidad, tanto de Duhalde como de De la Rúa. No me preocupa tanto el tema del cambio político.

Si Brasil y Argentina se complican, si a uno le pasa todo lo peor que le podría pasar, entonces no vamos a estar bien parados. Si a Brasil se le lesionan Ronaldo, Rivaldo y todos los buenos jugadores, es obvio que va a estar en peores condiciones para enfrentar el partido.

Pero convengamos en que las cosas no van tan mal, que ha venido la luz; todavía hay que mantener las velas prendidas, pero uno las puede mirar con un cauto optimismo. En ese caso las cosas podrían estar tocando fondo en Argentina en estos meses para luego empezar una incipiente recuperación, que nos permita una salida lenta pero que de a poco empiece a apuntar para arriba. Es una cuestión de probabilidades, si todo lo que puede salir mal sale mal, obviamente no nos va a ir bien. Pero yo diría que por ahora, con un poco de suerte, ése no va a ser el escenario en el que nos vamos a tener que desenvolver.