

## TALVI: URUGUAY NECESITA “UN BLINDAJE ADICIONAL DE UNOS 2.000 MILLONES DE DÓLARES”

Entrevista realizada por Emiliano Cotelo el 6 de noviembre de 2008 en el marco de la Conferencia: *“El Uruguay y la Región ante las Turbulencias Globales: Altos Riesgos y Oportunidades Estratégicas”*

---

El doctor Ernesto Talvi, director ejecutivo del Centro de Estudios de la Realidad Económica y Social (CERES), afirmó que “Uruguay está recibiendo cuatro golpes”: una recesión larga y profunda en el mundo industrializado, desaceleración de Brasil y Argentina, los productos primarios están bajando de precio y las afluencias de capital se están retirando de las economías emergentes. En este sentido, sostuvo que “2009 va a ser un año de fuertes presiones recesivas y probablemente 2010 de estancamiento o muy bajo crecimiento”. Además, indicó que “va a haber una tendencia al deterioro hacia el 2 o 3,5% de déficit fiscal”.

“Como consecuencia de la crisis financiera global y sus repercusiones en nuestros vecinos, al país lo aguardan momentos difíciles que deberá encarar con firmeza, pero sin alarma”.

La frase pertenece al doctor Ernesto Talvi, director ejecutivo del Centro de Estudios de la Realidad Económica y Social (CERES), y resume su visión sobre cómo repercutirá la crisis en Uruguay.

Talvi expuso este martes en el Club de Golf en una conferencia titulada “El Uruguay y la región antes las turbulencias globales: Altos riesgos y oportunidades estratégicas”.

Allí analizó las fases que ha tenido esta crisis internacional, y sus impactos en América Latina y Uruguay, y detalló cinco desafíos que, a su entender, enfrenta la política económica en nuestro país.

Según las estimaciones de CERES, en el mejor de los escenarios la economía uruguaya crecerá 2% en 2009 y apenas 0,2% en 2010.

Para profundizar en el análisis y las proyecciones, recibimos esta mañana al doctor Ernesto Talvi.

**EC** - Ernesto Talvi es economista graduado en la Universidad de la República, tiene un Doctorado en Economía y Finanzas por la Universidad de Chicago, fue economista jefe y director del Departamento de Política Económica del Banco Central del Uruguay (BCU) entre 1990 y 1995, ha sido investigador senior en el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), fue asesor permanente del economista jefe del BID, Guillermo Calvo, y dirige el CERES desde 1997.

**EC - Usted distingue dos fases de la crisis. Una primera entre enero de 2007 y mayo de este año, que resultó favorable para nuestra región, y una segunda desde mayo hasta ahora, que usted llama “el fin de la bonanza”. ¿Qué diferencia hay entre una y otra?**

**ET** - La diferencia es que en la primera fase de la crisis, cuando se creyó que iba a ser acotada y que iba a quedar básicamente subsumida al problema de los créditos hipotecarios de alto riesgo, la región tuvo un impulso extraordinariamente expansivo, porque los precios de los productos primarios, de los cuales somos exportadores y productores, subieron extraordinariamente. A medida que el capital financiero huía de la crisis en Estados Unidos y de las bajísimas tasas de interés que se pagan allí – rendimientos reales negativos–, y se pasaba a activos reales, entre ellos también las materias primas, tuvimos un aumento enorme de las materias primas, y sobre todo, una afluencia enorme de capitales.

Uruguay, hasta el año 2007, recibió, en promedio, unos 1.500 millones de dólares por año de ingresos de capital, llegamos a 4.000 millones y nos estabilizamos en 3.000 millones. Los dólares llegaban a rolete para comprar letras del tesoro, bonos, tierras, propiedades, lo que terminó por exacerbar de una manera muy grande el proceso expansivo que vivimos desde finales de 2002, principios de 2003, y creó esta plata dulce o dinero caliente –como se le llama en la profesión–, que es un capital financiero de fácil reversión. Creó una sensación de encantamiento y de exitismo fuera de lugar, y lamentablemente a mediados de 2008 caímos en la realidad cuando las cosas se agravaron y entramos en la fase dos, cuando los factores positivos se revirtieron con una rapidez meteórica: los commodities empezaron a caer, los capitales que antes entraban en avalancha empezaron a irse, los precios de nuestros bonos se fueron al piso y las tasas de interés que hoy tenemos que pagar para financiarnos tanto en dólares como en UI (Unidad Indexadas), como en pesos han subido enormemente. Por eso decimos que pasamos de una fase de plata dulce, sensación de exhuberancia y triunfalismo, a un conjunto de condiciones internacionales y en la región que van a poner fuertes presiones recesivas sobre el país.

**EC - Una de las preguntas complicadas de contestar es cuánto durará este escenario tan complicado que usted acaba de describir, con esos impactos que menciona. ¿Tiene respuesta o prefiere manejarse con distintos escenarios?**

**ET** - No se puede dar una respuesta matemática, pero es muy importante que el país asuma que el mundo industrializado –Estados Unidos, Europa y Japón– ha entrado en una recesión profunda y potencialmente larga. Eso es el 65% de la economía del mundo. No hay China que nos salve de esto; de hecho China está teniendo un impacto adverso muy fuerte y su tasa de crecimiento va a caer de 12 a 6 o 7%, lo que para ese país es prácticamente una recesión. Esa es la realidad a la que nos enfrentamos, de la que no nos vamos a poder aislar, y muy probablemente dure los próximos año y medio, dos años en el mundo industrializado. El país va a recibir esas presiones recesivas.

**EC - Usted contradice el enfoque del gobierno a propósito de cómo está plantado Uruguay para enfrentar esta tormenta. Usted enfatiza que el único país de América Latina que ha hecho las cosas de manera diferente y que está bien posicionado es Chile. ¿Por qué hace ese contraste?**

**ET** - Desde un punto de vista, Chile se ha posicionado de manera muy distinta de América Latina, porque la expansión extraordinaria que tuvo la región en el año 2003 – no solo Uruguay, toda la región–, fundamentalmente porque las condiciones externas fueron extraordinariamente favorables, las mejores de los últimos 40 años. Esa bonanza vino acompañada, inevitablemente, de una bonanza extraordinaria en la recaudación fiscal, en algunos casos mayor, en otros menor, dependiendo de si uno es exportador de commodities, de productos primarios. Chile, de cada 100 dólares de aumento de ingresos que tuvo entre 2003 y 2007, ahorró 70 y gastó 30. Y los ministros del gobierno socialista de Lagos, Nicolás Eyzaguirre, y del gobierno socialista de la presidenta Bachelet, Andrés Velasco, fueron criticados severamente porque estaban atesorando esos recursos en lugar de gastarlos en cosas que obviamente son necesarias: alivio de la pobreza, programas sociales, programas de infraestructura. No era nada simpático estar acumulando un fondo que hoy es de 22.000 millones de dólares para los tiempos lluviosos, para los tiempos de vacas flacas.

Pero es lo que corresponde hacer, porque si uno no se prepara para esos tiempos y se expone a tener problemas financieros, finalmente los que terminan pagando el pato son los segmentos más frágiles de la sociedad. Ningún otro país de América Latina hizo algo parecido. Perú es el que más se le acerca. Uruguay, de cada 100 dólares de expansión de la recaudación que tuvo entre 2003 y 2007, gastó 94, no ahorramos ni un solo peso de toda expansión. De haberlo hecho –hicimos los cálculos–, siguiendo una política parecida a la que en su momento siguió Chile, habríamos creado un fondo de unos 1.200 millones de dólares que hoy nos habría dado un blindaje que haría innecesario pedir líneas de crédito contingentes a los organismos multilaterales, como vamos a tener que hacer, y vamos a obtener. No tengo ninguna duda de que Uruguay va a poder sortear estos momentos turbulentos, si hace las cosas bien y reconoce los problemas a tiempo. Pero hay que reconocer las cosas, esto no es una cuestión entre optimismo y pesimismo...

**EC - ...De todos modos, usted aclara que no se ubica entre los agoreros a la hora de trazar un panorama futuro de lo que va a pasarle a Uruguay.**

**ET** – Para nada, yo creo que Uruguay está muy sólido desde el punto de vista financiero. Su sistema financiero tiene altos niveles de liquidez, tiene altos niveles de capitalización, es muy poco dependiente de líneas de financiamiento externo, como depósitos de no residentes y líneas de bancos del exterior, y, algo mucho más importante aún, a raíz de la crisis de 2002 –más por casualidad que por diseño– el sistema financiero uruguayo dio muy poco crédito a lo largo de todo este “boom”, entonces esta situación encuentra a nuestro sistema con un volumen de crédito dos veces y medio menor que antes de la crisis de 2002. La cartera que hoy tienen los bancos es de muy alta calidad y relativamente pequeña.

Primero, tenemos un sistema financiero sólido, y segundo, tenemos necesidades de financiamiento en 2009 y 2010 para renovar la deuda que va venciendo y eventualmente garantizarle al sector privado créditos para financiar el comercio exterior, que se han parado internacionalmente; vamos a precisar apoyo de la comunidad financiera internacional.

**EC - ¿Usted dice que no va a alcanzar con las previsiones que ya se han hecho?**

**ET** - Necesitamos un blindaje adicional de unos 2.000 millones de dólares, para navegar tranquilos en 2009 y 2010, que son años en los que se va a conjugar la compleja situación internacional con el año electoral, con el año de transición. Con eso estaríamos tranquilos. Uruguay puede negociar, el ministro García ya ha iniciado gestiones por unos 1.000 millones, y nosotros recomendamos que sean unos 1.000 millones adicionales. Uruguay goza de prestigio en la comunidad internacional, debido a que nuestra tradición de cumplimiento de los compromisos y de buen vecino de la comunidad internacional ha trascendido gobiernos. Yo me congratulo hoy de que no nos hayamos dejado tentar por la argentinización o la chavización de nuestras políticas y llevado una política inamistosa hacia los acreedores y una política hostil hacia la comunidad financiera internacional. Hoy vamos a recoger los beneficios de haber mantenido nuestras mejores tradiciones. Así que yo estoy tranquilo.

**EC - Usted no es de los agoreros.**

**ET** - No soy agorero, pero tampoco hay que cerrar los ojos a la realidad y decir acá no pasó nada, Uruguay es diferente, Uruguay está blindado. Hay que decirle a la gente las cosas como son. Estamos ante una coyuntura mundial sumamente compleja, la más compleja desde la gran depresión de los años 30. Uruguay va a tener que estar preparado, y por suerte lo está, pero hay desafíos con los que vamos a tener que lidiar para manejar esta situación internacional con calma, sin alarma, con serenidad, no negando que este problema existe.

**EC - En su conferencia proyectó que la economía uruguaya se estancará en 2010 o incluso entrará en recesión si la caída de la economía en los países desarrollados es más larga de lo que se prevé. ¿Puede explicar en qué se basa para hacer este tipo de pronósticos?, ¿cuáles son las alternativas que usted ve por delante?**

**ET** - Más que pronósticos, son escenarios que nos tenemos que plantear para planear la respuesta de política económica, trabajar para lo mejor pero prepararnos para lo peor. Ese es el deber y la responsabilidad de quien ejerce la función pública.

Uruguay está recibiendo cuatro golpes. Primero, una recesión probablemente larga y profunda en el mundo industrializado, el 65% del mundo, y en muchos países emergentes que ya han entrado en recesión, incluyendo a China, que va a tener una fuerte desaceleración. Segundo, vamos a recibir un golpe por el lado de las economías regionales; se va a desacelerar muy fuertemente el crecimiento en Brasil y particularmente en Argentina. Las proyecciones privadas –estas ya no son nuestras, aunque nosotros tenemos algunas propias– señalan que Argentina va a bajar a 1% su crecimiento en el año 2009, comparado con 9% del año anterior. Además, las monedas regionales se están depreciando, con lo cual tenemos que manejar asuntos de competitividad. Tercero, los productos primarios están bajando de precio fuertemente a raíz de esta recesión mundial...

**EC - ...Usted alude a los granos, la carne...**

**ET** - ...Los granos, la carne, la lana, la leche: absolutamente todos han tenido caídas, en algunos casos del orden del 50% o más. Y cuarto, las afluencias de capital que llegaban al país en avalancha ahora se están retirando de todas las economías emergentes, porque en estas circunstancias nadie quiere posicionarse en inversiones de riesgo. Entonces, el mercado de crédito internacional se ha cerrado, y eso es importante porque ahora al sector privado le será más costoso obtener crédito en términos razonables, incluso renovar créditos existentes para financiar exportaciones o importaciones de insumos fundamentales, y al gobierno le va a ser muchísimo más caro y en algunos casos difícil renovar la deuda que vence.

Si no, mire b que está pasando con las letras en pesos, con las letras en UI; en algunos casos se suspendieron las licitaciones y en otros se declaran desiertas una vez sí y otra también porque no hay compradores. Las tasas de interés en UI pasaron de 3 a más de 7%, y las tasas en pesos de 7 a 15%, nuestros bonos globales a 2030 cayeron de 100 a 50%... Por favor, miremos los hechos y reconozcamos la realidad tal cual es. Si esas cuatro cosas confluyen, las presiones recesivas sobre el país van a ser inevitables y el año 2009 va a ser complicado, con fuertes presiones recesivas. Y probablemente 2010, que es el año de transición, va a ser de estancamiento o de muy bajo crecimiento, y eventualmente, si la situación internacional se agrava, si la recesión es más profunda y larga de lo que se prevé –cosa que no es descartable–, podríamos llegar a tener, incluso, un año recesivo. Ojalá que me equivoque...

**EC** - ...**Son proyecciones diferentes de las del gobierno. El gobierno maneja para este año un crecimiento de 9,5%, y para el próximo de 4,5%. ¿Usted qué entiende?**

**ET** - Este año vamos a crecer quizá al 11 o al 12%, pero este año se jugó en la primera fase de la crisis, que fue muy expansiva para nosotros. Yo estoy hablando de lo que pasó a partir del 15 de setiembre cuando dio quiebre Lehman Brothers y el mundo cambió por completo. A partir del cuarto trimestre de este año y el primero de 2009 vamos a empezar a sentir las presiones recesivas de forma inevitable. Basta hablar un poquito con las empresas privadas para darse cuenta de que esa es la situación que ya está viviendo el país. Se lo digo con toda la sinceridad del mundo: ojalá me equivoque, ojalá que la situación regional e internacional sea mejor de lo que nosotros tememos que puede ocurrir. Ojalá que el país no tenga presiones recesivas y pueda crecer. Podría volver aquí y decirle con todo placer: “Mire, nos hemos equivocado”, pero el ejercicio de la función pública exige mirar los problemas a los ojos, reconocer la magnitud de los problemas y actuar en consecuencia y a tiempo para evitarle al país tiempos turbulentos, que no es necesario que tenga, más allá de las dificultades, porque está bien posicionado.

**EC** - **Pensando en el año próximo, los números por ahora vigentes a nivel de gobierno hablan de 4,5% de crecimiento, incluso el nuevo ministro de Economía, Alvaro García, ha dicho que cuando se lo calculó ya se previó un escenario internacional diferente, más complicado. ¿Usted qué dice? ¿Cuáles son los números para el año que viene?**

**ET** - Estamos haciendo una proyección de alrededor de 2,5% para el año que viene. Pero ese 2,5 es año 2009 promedio contra promedio 2008, eso no es lo que sirve, lo que vale. Nos tenemos que preguntar qué va a pasar de ahora en adelante. Si uno mira diciembre 2008 contra diciembre 2009, probablemente vamos a tener estancamiento y

quizá recesión, de modo que la producción se va a estancar o va a caer, no cuando la miramos en el promedio de 2009 contra 2008, que es un artefacto estadístico al que se le llama “arrastre”, sino cuando veamos qué va a pasar de aquí en más. Es lo que creo que le puede pasar al país dada esta confluencia. Para eso es que tenemos que prepararnos. Cerrarle los ojos a la realidad me parece totalmente desaconsejable.

**EC - En su presentación de este martes, luego de examinar cómo viene el escenario internacional y qué impactos puede tener sobre la economía uruguaya, planteó cinco desafíos que entiende que son ineludibles, que deben ser atendidos por el gobierno, por el sistema político. Vamos a recorrerlos.**

Dijo que, primero, hay que mantener el manejo flexible de la política cambiaria; segundo, hay que evitar un desborde de la conflictividad laboral; tercero, hay que preservar la estabilidad del sistema financiero; cuarto, hay que mantener las cuentas fiscales bajo control, y quinto, hay que asegurar los recursos para refinanciar el endeudamiento.

Vamos al primero, el manejo flexible de la política cambiaria. ¿A qué alude?

**ET** - Una pequeña aclaración: son cinco desafíos para enfrentar esta complejísima coyuntura internacional que estamos viviendo. A Uruguay se le plantean muchos desafíos más que tienen que ver con cuestiones muy fundamentales para el país, como la fragmentación social, el achicamiento y la tendencia a la desaparición de la clase media, la calidad educativa del 47% de los niños menores de 12 años que viven hoy bajo la línea de pobreza, etcétera...

**EC - ...De esos temas también habló usted en la conferencia del martes, pero vamos a centrarnos en los cinco desafíos.**

**ET** - Sí, estos son los cinco desafíos que planteamos para tratar de manejar esta tormenta que estamos viviendo a nivel internacional.

Manejo flexible de la política cambiaria. El BCU está cumpliendo una tarea muy buena, flexible, porque el BCU enfrenta una situación de dilema. Lamentablemente los bancos centrales nunca pueden optar por algo bueno versus algo malo, siempre tienen que optar por la solución menos mala. Si el BCU, en estas condiciones, deja que el tipo de cambio suba muy abruptamente, daña los balances de las personas, de las empresas y del propio gobierno, todavía debemos mucho todos en dólares. Una suba abrupta del tipo de cambio no es aconsejable. Pero por otro lado, si para evitar el daño en los balances el BCU trata de contener la suba del tipo de cambio, tendría que gastar parte de sus reservas, que hoy con el crédito internacional cerrado son muy valiosas, y además perdería competitividad contra los vecinos, que están devaluando sus monedas, lo que pondría presiones recesivas sobre la economía. Flexible en el sentido de intentar de balancear estos dos objetivos encontrados de la mejor manera que se pueda. Y entiendo que el BCU está haciendo una buena labor.

**EC - Punto dos, usted dice que hay que evitar un desborde de la conflictividad laboral. ¿Por qué podría ocurrir esto?**

**ET** - En un contexto internacional complicado, con presiones recesivas, podría haber una escalada en la conflictividad laboral, sobre todo si uno mira lo que ha pasado durante el enorme “boom” que tuvo el país a partir del año 2003 y 2004 en adelante. Hicimos un estudio de la evolución histórica de la conflictividad en el país, cómo esta evoluciona con los ciclos económicos y por supuesto que durante las fases expansivas la conflictividad tiende a disminuir. Sin embargo, durante la gestión de este gobierno, y en una fase expansiva sin precedentes, la conflictividad aumentó notablemente. A tal punto que la conflictividad hoy es cuatro veces mayor de lo que debió haber sido si hubieran seguido los patrones históricos de comportamiento...

**EC** - ...¿Tuvo algo que ver el gobierno del Frente Amplio en eso?

**ET** - Tuvo que ver en parte el conjunto de reformas laborales, muy en particular la, para mí, inconstitucional interpretación de la ocupación como una extensión natural del derecho de huelga, que viola la propiedad privada y la libertad de trabajo.

En un escenario potencialmente recesivo: uno, es bueno que las cláusulas de salvaguarda que se van a instrumentar en el marco de los Consejos de Salarios sean operativas porque va a ser muy difícil cumplir con los aumentos que se han negociado; y dos, el gobierno va a tener que lidiar con el tema de las ocupaciones, para que, ahora que las empresas bajo presión recesiva no van a poder hacer concesiones tan fácilmente como lo hicieron durante la época expansiva, no terminemos sumándole a una recesión una ola de ocupaciones que aumente la tensión social y paralice una parte de la producción del país.

**EC** - Usted dice que hay que tener cuidado con que las cláusulas de salvaguarda que se están incluyendo en los laudos de los Consejos de Salarios sean operativas. ¿Qué significa eso? Usted conoce el texto que se está utilizando. ¿Es un texto que sirve desde ese punto de vista?

**ET** - Las cláusulas de salvaguarda se han incluido y han sido avaladas por el gobierno, creo que de manera acertada. Quiere decir que el propio gobierno reconoce que la situación puede llegar a cambiar y que los aumentos previstos podrían no llegar a cumplirse. Yo, simplemente, digo que están contempladas, pero que además deben ser operativas. Si llega el caso en que la situación se deteriora, que efectivamente la negociación pueda reencauzarse rápidamente para tratar de evitar una escalada de la conflictividad.

El tema de las ocupaciones ya es más difícil saber cómo se va resolver. Va a tener que resolverlo quien creó el problema. Fue el error más grave que ha cometido este gobierno en los cinco años de gestión.

**EC** - Usted analizaba positivamente la situación del sistema financiero uruguayo en el momento en que se desata esta crisis. En la conferencia utilizó términos muy contundentes, dijo que está “fuerte, líquido, solvente para enfrentar la crisis”. Sin embargo, uno de los desafíos que usted marca para la política económica, el tercero, es preservar la estabilidad del sistema financiero. ¿Hacia adónde apunta con esto?

**ET** - Preservar la estabilidad del sistema financiero es un desafío que debe plantearse todo país ante una coyuntura compleja como la que estamos viviendo. Y dijimos que por suerte nuestro sistema está muy fuerte, en parte porque la crisis que vivimos es tan reciente que nuestro sistema ya se saneó y se redimensionó de tal forma que es muy improbable que se repitan los hechos del año 2002. Si circunstancialmente el sistema quisiera aumentar su nivel de liquidez aún más porque necesita cubrirse de eventualidad, el BCU tiene que estar abierto a bajar los encajes, de manera de facilitarles el acceso a la liquidez a los bancos, como lo están haciendo muchos bancos centrales en América Latina, por ejemplo el de Chile y el de Brasil. Es simplemente una notita de cautela, hay que estar preparados para reducir los encajes si los bancos precisan más liquidez. Pero es más bien un mensaje tranquilizador: el sistema está fuerte, está sólido, está solvente, por suerte por ahí no veo que vayan a venir dificultades. Eso nos da a todos una gran tranquilidad.

**EC** - **El cuarto desafío es mantener las cuentas fiscales bajo control. En esta materia el gobierno proyecta para 2009 un déficit de 0,4% del producto.**

**ET** - Bajo las hipótesis que manejamos, estimamos que el resultado fiscal de 2009 y 2010 –porque nos importa mirar el bienio y la tendencia– se va a deteriorar en algo así como dos puntos el producto, y si la recesión internacional fuera más larga y profunda, podría llegar a 3 o 3,5%...

**EC** - **...Para ser más precisos, ¿ustedes prevén ese porcentaje por cada año, 2009 y 2010?**

**ET** - No, para el bienio, acumulativo en los dos años. Va a haber una tendencia al deterioro hacia el 2 o 3,5% de déficit fiscal. Y en una instancia en que el país va a tener que refinanciar las amortizaciones, las deudas que van venciendo, en un contexto en que el crédito va a ser difícil de obtener y vamos a necesitar líneas contingentes de la comunidad financiera internacional, que vamos a obtener gracias a la conducta que ha tenido el país a lo largo del tiempo, de seriedad y cumplimiento de sus compromisos, agregar necesidades de financiamiento por el lado fiscal sería contraproducente, pero sobre todo sería una mala señal, sería una señal de que no estamos reconociendo que los planes de gastos de la Rendición de Cuentas, del presupuesto del año 2009 se hicieron cuando el tsunami financiero no había ocurrido...

**EC** - **...Usted remarca que si se previeron consecuencias externas negativas, fueron las derivadas de lo que hoy definió como primera fase.**

**ET** - En la primera fase fueron enormemente positivas, no se previeron consecuencias negativas. Se previó un aumento del gasto, que debería revisarse porque las condiciones cambiaron. De la misma manera que el gobierno en los Consejos de Salarios está previendo cláusulas de salvaguarda para revisar los acuerdos en la medida que la situación cambie. Dado que la situación ha cambiado también para el Estado, hoy ya no vamos a poder recaudar lo que se había previsto, vamos a tener costos financieros mucho más altos, porque las tasas de interés ahora son mucho más altas, porque la deuda en dólares, al subir el dólar, se va a reevaluar. Tomando todo eso en cuenta, no se va a poder cumplir con los compromisos de gasto que se asumieron antes de que esta crisis estallara, sin comprometer la situación fiscal. Y la situación fiscal y la predisposición a mantenerla bajo control es un ancla de la credibilidad, una señal de que

el gobierno entiende que la situación es compleja y está dispuesto a tomar las medidas de reconocimiento y a tiempo para proteger las finanzas del Estado y la credibilidad del país en la capacidad de cumplir con sus compromisos.

**EC - El último desafío que usted marca para la política económica es asegurar los recursos para refinanciar el endeudamiento. El gobierno insiste en que hasta 2010 tiene todo prefinanciado, destaca, incluso, que para un escenario peor posee líneas de crédito contingentes de la Corporación Andina de Fomento (CAF), el BID, el Banco Mundial (BM) y el Fondo Latinoamericano de Reservas, que suman más de 1.800 millones de dólares. Pero más temprano usted señaló que desde su punto de vista es necesario cubrirse aún más. Me gustaría ver cómo.**

**EC - ¿Cuál es su sugerencia en este sentido?**

**ET -** El diagnóstico que uno tiene que hacer en estos casos, si los mercados de crédito permanecen cerrados por un tiempo más o menos prolongado –y ojalá que no, y que las deudas se puedan refinanciar con comodidad y sin ningún inconveniente–, es: ¿tenemos reservas líquidas suficientes para atender todos nuestros compromisos? Se señala habitualmente que tenemos 6.000 millones de dólares de reservas. Pero hay que tener cuidado con ese número, porque de esos 6.000 millones 3.000 millones pertenecen a los bancos privados, que tienen depositados sus recursos, parte de ellos por los encajes en el BCU. No es plata del BCU, es plata de los bancos que estamos contando como parte de la liquidez de los bancos, y por eso decimos que los bancos están en una situación bastante sólida para enfrentar esta tormenta. El BCU no puede usar eso.

Cuando uno resta eso y la emisión de letras de regulación monetaria que el BCU hizo para esterilizar su intervención en el mercado de cambio –porque en la época de bonanza se compraban dólares, se emitían pesos y luego se emitían letras para absorber esos pesos; esas letras son un pasivo, generalmente de corto plazo, que se usó para adquirir las reservas, o sea que las reservas las debemos–, mira cuántas amortizaciones tiene que hacer el sector público de su propia deuda, y quizá agrega alguna necesidad de financiar al sector privado especialmente en lo que concierne al comercio exterior –líneas de crédito que se están cortando hoy dada la situación financiera–, estimamos que de aquí a finales de 2010 Uruguay necesita recursos líquidos del orden de los 2.000 millones de dólares para estar a cubierto. Eso asegura que la refinanciación se va a hacer sin sobresaltos y que podamos mantener un nivel de reservas adecuado. Entiendo que el ministro de Economía ha empezado negociaciones por líneas de crédito en el orden de los 1.000 millones y nosotros entendemos que habría que adicionarle 1.000 millones más para estar completamente tranquilos, si se pueden negociar y conseguir...

**EC - ...Usted, incluso, sugiere que Uruguay debería “explorar la posibilidad de asociación con otros países pequeños, para negociar el acceso a líneas de crédito de la Reserva Federal de Estados Unidos que obtuvieron países sistémicamente relevantes como Brasil y México”. ¿Con quiénes podríamos asociarnos?**

**ET -** Este es uno de los aspectos más importantes de esta crisis, la Reserva Federal de Estados Unidos –el banco central de Estados Unidos– hizo cosas absolutamente excepcionales en esta crisis. Quienes antes de la crisis tenían acceso a las líneas de crédito de la Reserva Federal eran los bancos comerciales, nadie más; hoy se abrió a los bancos de inversión, a los fondos de inversión, a las compañías industriales y

comerciales no financieras, y cuando vino el embate contra las economías emergentes la Reserva Federal decidió abrir su ventanilla de líneas de crédito para Brasil, Corea, México y Singapur, 30.000 millones de dólares para cada uno. Eso fue una medida importantísima, que de hecho calmó muchísimo las aguas en los mercados emergentes. El real se apreció cuando se estaba depreciando muy fuertemente, el spread que pagan los bonos de los países emergentes por sobre la tasa que pagan los bonos de Estados Unidos bajó. Fue una iniciativa extraordinariamente importante porque fue una señal muy clara de que la comunidad internacional estaba dispuesta a evitar que hubiera un colapso en las economías emergentes sistémicamente relevantes, porque los fondos con los que cuenta el FMI son insuficientes.

### **EC - ¿Por qué Uruguay debería ir por ese camino?**

**ET** - Para Uruguay, los recursos que puede obtener de los organismos multilaterales, FMI, BM, CAF, BID, van a ser más que suficientes. Sin embargo, y solamente para irnos cubriendo en salud y por las dudas, se podría explorar –no va a ser sencillo, pero se nos ha dicho que se puede explorar– la posibilidad de que un conjunto de países chicos que individualmente no son sistémicamente importantes pero entre todos podrían constituir una masa relativamente importante, planteara obtener en conjunto recursos de la Reserva Federal de Estados Unidos, como lo hicieron Brasil y México. No es altamente probable, pero es una gestión que no debemos dejar de realizar. Podríamos tomar la iniciativa de ir armando este grupo de países que nos dé acceso a esa ventanilla.

### **EC - Tengo varios mensajes de oyentes de este estilo: “Talvi no está hablando de economía, está bajando línea”. Y especulaciones a propósito de dónde hay que ubicar propuestas como esta en el medio de la campaña electoral. ¿Usted qué responde a ese tipo de preguntas o de sos pechas?**

**ET** - Lo que avala toda actividad humana es la trayectoria. Nosotros hace ya 11 años que venimos trabajando en el debate público, hemos hecho planteos a veces trasgresores, otras veces polémicos, hemos polemizado prácticamente con todos los gobiernos que han operado en el país durante estos últimos 10 u 11 años. CERES es una institución independiente y yo reivindico y enfatizo el valor del pensamiento independiente, porque si bien es una opinión que se hace desde un lugar incómodo, se hace a la intemperie, es el lugar desde donde se puede poner el foco en cosas que de golpe no se quieren ver. Porque el pensamiento independiente permite una visión más libre, más objetiva y menos atada a defender una agenda, que es legítima, por supuesto, como la que tiene el gobernante, como la que tiene el político y como la de los intereses corporativos que se mueven en la sociedad.

Nosotros trabajamos desde una posición independiente pero comprometida con el país y con la cosa pública. Inevitablemente nuestra opinión va a ser, queremos que sea y nos alegramos de que sea parte del debate que el país debe darse. Toda sociedad dinámica, abierta, desarrollada tiene una comunidad académica y una sociedad civil vibrante, y eso es lo que pretendemos que CERES sea, una institución vibrante que contribuya al debate público constructivamente, con ideas, y que a su vez también sea un contrapeso del poder, porque formula sus trabajos de investigación y sus opiniones desde una posición completamente independiente de todo interés.