

## “LA REGION VA A TENER UN FORMIDABLE 2004”

Reportaje al Director Ejecutivo de CERES, Dr. Ernesto Talvi, realizado por el diario El Observador el 22 de marzo de 2004

El pasado martes el Centro de Estudios de la Realidad Económica y Social (Ceres), comenzó un nuevo ciclo de reuniones exclusivas para sus empresas socias con una exposición del Dr. Ernesto Talvi en la que analizó cómo el contexto internacional está influyendo decididamente en el desempeño de los países de América Latina. Anunció que pronto se focalizará en el análisis y perspectivas de las influyentes realidades de Brasil y Argentina, y prometió para después de Semana Santa hincarle el diente a la realidad local, sujeta a los avatares de las elecciones y las encuestas.

Pese al curso brasileño previsible y a las múltiples lecturas y sorpresas de la política Argentina, Talvi arriesga que la perspectiva de la región es “formidable” porque los datos objetivos de la realidad económica y financiera construyen un entorno internacional parecido al de los comienzos de la década de 1990.

Cuesta percibir que la gestión ortodoxa de Lula Da Silva armonice mucho tiempo con la falta de crecimiento en el gigante latinoamericano, que el debilitado liderazgo de Vicente Fox en México encaje con la pujanza de sus sectores productivos, que la convulsionada Venezuela de Hugo Chávez se reponga en su petróleo o en lo que sea, que la Argentina de Kirchner junte su retórica con la realidad. Falta saber si una bomba en Chicago o en el más pequeño pueblo de Ohio o en el Big Ben de Londres no devolverá a las economías en crecimiento al más temeroso de los autoabastecimientos.

Hoy Talvi ve a los inversores externos, esas anónimas entidades cuyas decisiones influyen en la vida o la muerte del chico que nos quiere limpiar el parabrisa, reaccionando frente a las bajas tasas de interés de EEUU y haciendo volver los dineros a estas latitudes. Para que recrear al menos una parte de lo que dijo el martes, El Observador hizo esta entrevista.

**P: En el título de su presentación Ud. alude a un escenario 2004 optimista para América Latina pero con riesgos latentes. ¿A qué se refiere exactamente?**

**ET:** Según los pronósticos de los principales analistas financieros internacionales, América Latina va a tener en el 2004 su mejor año desde 1997, con un crecimiento del orden de 5%, caída del desempleo, mejora de resultados fiscales e inflación baja. Y estos pronósticos optimistas abarcan a todos los países, hasta Venezuela. Con la excepción de Paraguay se espera un crecimiento superior al 3% en todos y cada uno de los países de la región. Estimamos que va a ser un año excelente para América Latina..

**P: ¿En qué se fundamentan estas perspectivas auspiciosas?**

**ET:** En mi opinión desde comienzos del año 2003 asistimos a un ciclo expansivo en América Latina -y también en Uruguay- con características fundamentalmente similares a las de comienzos de la década de 1990. Las condiciones financieras internacionales, es decir, el costo de acceso al crédito y al capital, son las mejores desde 1997 para las economías emergentes y similares a las

que regían antes de las crisis de Asia y de Rusia. Los precios de los principales commodities han experimentado subas vertiginosas que los colocan en niveles similares a los que existían previo al colapso que siguió después de la crisis de Asia.. Y a su vez, el crecimiento conjunto de las economías industrializadas (EEUU, Europa y Japón) y el de las principales economías emergentes (China, India y Corea) será el más alto desde 1999.

Fue este conjunto de condiciones el que provocó la llegada masiva de recursos financieros y de capital hacia América Latina a principios de los 90. Esos recursos financiaron casi el 20% de la inversión productiva que se realizó en la región y fueron el combustible detrás del buen desempeño de la mayoría de las economías de América Latina desde 1991 hasta 1998 cuando se precipitó la crisis rusa. Después de la crisis rusa el proceso se revirtió de manera abrupta: los recursos internacionales para las economías de América Latina se secaron de manera repentina y sobrevinieron severos ajustes macroeconómicos en algunos casos como Chile y Brasil, y crisis financieras y colapsos económicos, como en Argentina y Uruguay. De una u otra manera, todos padecemos esta situación. Desde principios del año 2003 esos recursos financieros y de capital han empezado retornar a América Latina y no es impensable que se pueda vivir un ciclo similar al de principios de los 90.

**P:** En sus exposiciones, y también en la última que realizó en el desayuno de trabajo de Ceres, usted pone mucho énfasis en los efectos benéficos o maléficos de los flujos de capital, al punto de que parecería un factor menor, casi irrelevante, las políticas internas de cada país. Hay una suerte de determinismo dictado por esos flujos en el cual es escaso el papel de los equipos económicos que, a lo mas, deben ocuparse de mantener la salud fiscal y la apertura económica. Sin embargo, en casos como el de Uruguay, hubieron decisiones internas relevantes en el impacto de la crisis. Por ejemplo el abandono de la política de libre de aftosa con vacunación, hacia el libre de aftosa sin vacunación, en un contexto regional muy vulnerable al retorno de esta enfermedad, tuvo un alto costo que no se hubiera reducido si hubiéramos seguido libres del mal con vacunación. O las decisiones frente a la crisis bancaria (no asistir al Banco Galicia Uruguay) y las fallas en los controles bancocentralistas a las instituciones que soportaron fraudes. O la demora en liberar el tipo de cambio. ¿Qué dice de esto?

**ET:** Sería un serio error pensar que las políticas internas de los países tienen poca importancia. El contexto internacional, y en particular el vaivén de los flujos internacionales financieros y de capital, ha jugado un rol muy importante, aunque no exclusivo, en explicar los ciclos económicos en América Latina, es decir, los periodos de expansión y de contracción, en los últimos 25 años. Por ello es que ponemos tanto énfasis en sus efectos. Porque estamos analizando el ciclo económico. Pero la evolución de mediano plazo de una economía y por lo tanto la evolución de los niveles de vida está fundamentalmente determinada por la calidad de las políticas internas. De eso no tenga duda alguna.

**P:** Usted insiste en que el 2004 será un buen año para la región y para Uruguay. Pero ¿no le parece que por ser un año electoral en el que además se espera un cambio de gobierno muy señalado y que el ganador de las encuestas tiene un programa económico difuso y desconocido en muchos aspectos, puede excluir al país de esa bonanza que usted espera?

**ET:** En el futuro cercano vamos a analizar cuidadosamente los riesgos asociados con el cambio de gobierno en Uruguay y con un cambio eventual en la orientación económica. También analizaremos objetivamente los incentivos del nuevo gobierno a cambiar la orientación y en qué áreas. Por el momento puedo decirle que habría que hacer las cosas muy mal para no beneficiarse de este contexto internacional y regional extraordinariamente favorable. El Perú de Toledo, lleno de incertidumbres políticas y aún la Venezuela de Chávez (aunque en este caso es más una recuperación del desastroso año 2003), se prevé que tengan tasas elevadas de crecimiento este año, en consonancia con el resto de la región.

## **El problema de la lluvia de dólares**

Ernesto Talvi recordó que el auge de los años de 1990 fue acompañado de la apreciación cambiaria de las economías latinoamericanas, el famoso “atraso cambiario”. La inundación de dólares transformó al billete verde en mercadería barata, nuestros precios internos eran mayores que los de las economías desarrolladas e ir al Caribe era más barato que veranear en Punta del Este. Entonces los bancos centrales se dedican a acumular reservas para defender el valor de las monedas. Lo que llama “la típica conducta de los bancos centrales”.

Pero la acumulación de reservas no es gratis. Hay que emitir moneda local. Eso pasó a comienzos de los años de 1990 y esta volviendo a ocurrir. Y para evitar que esa emisión monetaria genere inflación, se debe salir a retirar los pesos del mercado colocando títulos en moneda nacional que pagan tasas de interés por encima de las que se reciben por las reservas internacionales, lo que trae como consecuencia el surgimiento de déficit parafiscales.

**P: O sea...?**

**ET:** Las formas de esterilizar la emisión de pesos para comprar reservas es lo que se está volviendo a discutir en los círculos de política económica y los académicos. Igual que a principios de los 90.

**P: Usted señala que en el marco de la recuperación general por los mayores flujos de capital los bancos centrales ganan reservas y se ven obligadas a secar la plaza de moneda local para atenuar la depreciación del dólar, generando un mayor déficit parafiscal o riesgos de inflación. ¿Hay otra alternativa?**

**ET:** Sí. Dejar apreciar fuertemente la moneda. Pero como esos vaivenes en precios relativos generan cambios muy fuertes en la rentabilidad de importantes sectores productivos, como por ejemplo, los exportadores o los que compiten con productos importados, a los países no les gusta dejar apreciar de manera repentina y fuerte sus monedas y por eso, al principio de estos ciclos, intervienen masivamente en los mercados de divisas comprando dólares y evitando la apreciación.

Fíjese que esto contrasta marcadamente con lo que pasó después de la crisis rusa, cuando los recursos internacionales, financieros y de capital, se volvieron escasos, es decir, cuando el dólar se volvió escaso y hubo depreciaciones masivas en todos los países de la región. Argentina y Uruguay, donde el sector público y privado estaban fuertemente endeudados en dólares, esas depreciaciones masivas tuvieron como corolario una crisis bancaria y de deuda pública y por lo tanto nos pegó fuertísimo. Pero lo ciertos es que desde el cuarto trimestre de 2002 las monedas regionales se han apreciado en promedio 16% en términos reales frente al dólar y los bancos centrales han empezado a acumular reservas internacionales a ritmo de vértigo. Y como Uruguay no es una isla, el dólar hace rato que está planchado y el banco central está comprando reservas. Hay efectos sistémicos en los que nosotros estamos inmersos y que no pueden ni deben desconocerse.

**P: ¿Cuales son esos efectos?**

**ET:** Cuando los recursos internacionales, financieros y de capital, son abundantes y baratos, no sólo se aprecian las monedas, los precios de los activos suben fuertemente. Las principales bolsas de América Latina han subido más de un 100% desde finales de 2002. Entre 1991 y 1998 se multiplicaron por 6 en dólares constantes y por cuatro en pesos constantes. Con la suba en el valor de los activos reaparece el crédito bancario doméstico que junto con los recursos internacionales financia una fuerte expansión de la inversión, que a su vez propulsa una aceleración del crecimiento. Como se invierte más y hay más actividad económica, se importan

más bienes de capital y bienes intermedios que se utilizan en el proceso productivo y por lo tanto el balance externo se deteriora. Esto fue exactamente lo que ocurrió durante el ciclo expansivo de los años 90 y está empezando a ocurrir de manera incipiente desde principios del 2003.

**P: ¿No cree que la inflación va a subir en la región?**

**ET:** La expansión económica de los años 90 estuvo caracterizada por una baja relevante de la inflación y el período contractivo que empezó en 1998 no se caracterizó, más allá de algunos picos efímeros, por un repunte de la inflación.

Para algunos, la consolidación de bajas tasas de inflación, fue uno de los grandes logros de los años recientes, que ha quedado incorporado a la psiquis colectiva y a los sistemas políticos. Creo que eso es sólo parte de la verdad.

El uso abusivo que antes se hizo de la inflación hizo que los sistemas financieros se indexaran o se dolarizaran para protegerse de la expropiación inflacionaria.. Como las deudas en dólares no se pueden licuar con inflación, ahora la expropiación es por la quita en la deuda. Lo que antes se expropió por la vía de la inflación, ahora se hace por el default explícito.

**P: ¿Entonces?**

**ET:** Que en esto también es mucho más acertada la salida uruguaya que la nominalización Argentina. Uruguay está intentado sustituir la dolarización por la indexación de los activos financieros, que trae también algunos dolores de cabeza, pero al menos elimina el riesgo de expropiación y da tranquilidad al ahorrista.

### **Riesgos Latentes**

Ernesto Talvi no incursionó el martes en los riesgos políticos en cada país o de la región en general. Solo apuntó los riesgos que emergen del contexto internacional y cómo estos podrían abortar este proceso incipiente de expansión en América Latina. A su juicio, si la Reserva Federal sube los tipos de interés, comienzan los problemas, aunque no se espera que eso ocurra pronto ni que se produzcan incrementos dramáticos. En EEUU se recupera la actividad, pero en el empleo ese repunte es todavía débil y la inflación es baja por lo que “no parece haber apuro para una política monetaria contractiva”.

Durante la expansión de los años 90 las tasas de la Reserva Federal eran cuatro veces más altas que el actual magro 1%, el más bajo en medio siglo. Talvi observó que los tipos solo pueden moverse ahora hacia arriba y recordó que en el período contractivo de la política monetaria de EEUU y de tasas altas, desde diciembre de 1993 a marzo de 1995, los spreads de los mercados emergentes subieron brutalmente, afectando en especial a México y luego a Argentina. “Se calcula que por cada punto que suben las tasas de interés de EEUU suben un punto y medio los spread de los países emergentes”, señaló. “Y si la Reserva Federal sube mucho las tasas los flujos incipientes de recursos que están llegando a la región pueden interrumpirse. Ese es el principal riesgo que enfrenta este incipiente proceso expansivo.”, agregó.

Si ocurre por sorpresa una suba importante de las tasas de EEUU “va a haber reverberaciones fuertes en las condiciones financieras para los mercados emergentes, en su acceso a los mercados de capital y en la fuerza de este proceso de expansión”.