

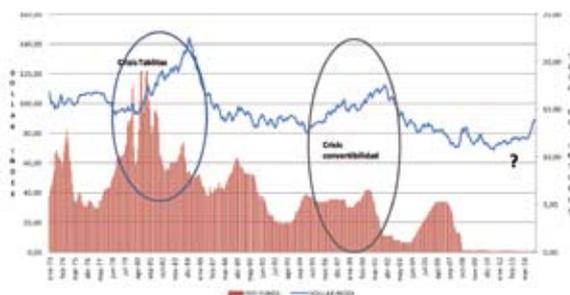
Esta película ya la vimos

Juan Carlos Protasi

Uruguay sufrió dos crisis muy severas en 1982 y 2002, con saltos del tipo de cambio del 120% en 1982 y 60% en 2002. En ambos casos, tuvimos hechos que las precedieron y que se repitieron: elevados déficits fiscales y aplicación de políticas monetarias desalineadas con la inflación que usaron al tipo de cambio como “ancla” de los precios pretendiendo hacerla converger a objetivos que eran incompatibles con un creciente del gasto de la economía. El gasto público, fue impulsado por shocks externos positivos como altos precios internacionales que aumentaron los ingresos fiscales y/o bajas tasas de interés internacionales que permitieron financiar un déficit público creciente con aumento de la deuda. El gasto privado fue estimulado por fuertes ingresos de capitales que promovieron el crédito bancario y burbujas cambiarias que atrasaron el tipo de cambio, y alentaron el consumo y la inversión.

Esos ciclos expansivos previos a las crisis permitieron mantener bajas las tasas de interés domésticas y ganar reservas internacionales abundantemente, mientras el público creyó que el tipo de cambio estaba en un nivel de equilibrio. Cuando el atraso cambiario se hizo evidente porque la inflación no bajaba, la actividad exportadora y el turismo se resentían, el mercado reaccionó primero exigiendo tasas de interés más elevadas para mantenerse en pesos y más tarde se comenzó a perder reservas.

En ambas crisis el “boom” previo se pinchó unos meses después que EE.UU comenzara a subir las tasas de interés y la economía mundial ingresara en una recesión. Las subas de tasas por la Fed empujaron al alza al valor del dólar en los mercados mundiales, hicieron caer los precios de los commodities y provocaron una reversión de los flujos de capitales.



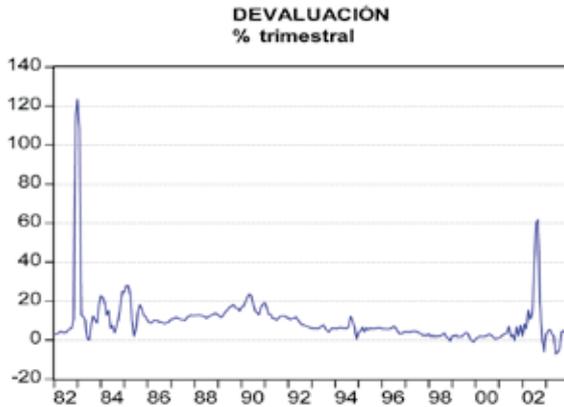
En 1982 la economía mundial reducían su crecimiento desde 2,3% a 0,8% y en 2001 hacía otro tanto desde 4,8% a 2,5% anual. En ambos casos las crisis terminaron siendo “gatilladas” por Argentina. En 1982, ocurrió unos meses después de que se abandonara la “tablita” de Martínez de Hoz y por las mismas razones que se abandonó en Uruguay: déficit público creciente con atraso cambiario y aumento de la deuda. En 2002, la crisis también vino desde Argentina, aunque luego de un “efecto dominó” que también arrancó con la suba de tasas por la Fed que provocó la crisis llamada del Tequila en México en 1994, y que luego se trasladó a Asia en 1997, más tarde Rusia en 1998, Brasil en 1999 y finalmente el abandono del plan de convertibilidad de Cavallo con “corralito” para los depósitos en 2001 en Argentina.

En ambos períodos, la economía uruguaya perdió competitividad y se desaceleraron las exportaciones, al tiempo que la escasez de capitales, y pérdida de credibilidad en el valor del dólar obligaron a aumentar las tasas de interés domésticas. La economía se contrajo al perder los recursos que ingresaron desde el exterior. El corolario fue uno sólo: a pesar de demorar la decisión –porque se estuvo renuente en ambas crisis a reconocer que era necesario dejar flotar el peso– no se pudo evitar su devaluación.

La devaluación fue muy superior a la de la valorización del Dollar Index (Índice de valor del dólar frente a las principales monedas) en cada oportunidad.

Período	Dollar Index	Peso
Jul 1980- nov1982	Apreciación 30,7%	Devaluación 120%
Nov 1999-Feb 2002	Apreciación 16%	Devaluación 60%
Oct 2013-Feb 2015	Apreciación 18%	¿?

Como consecuencia de las devaluaciones la deuda denominada en dólares se hizo imposible de pagar, los intereses se elevaron y los ingresos fiscales se contrajeron por caída de actividad y estar denominados en pesos. Al perderse puestos de trabajo y caída de los salarios reales, junto a la contracción de las ventas y dificultades para recuperar los créditos en las empresas, las carteras bancarias se tornaron incobrables. La liquidez desapareció y las tasas de interés volaban a las nubes.



El sector público quedó en ambas crisis con un nivel de gasto excesivo y tuvo que realizar fuertes ajustes recortándolo y aumentando impuestos lo que exacerbó la recesión. Paralelamente tuvo que asistir a los bancos que perdieron sus patrimonios para que no se rompiera la cadena de pagos.

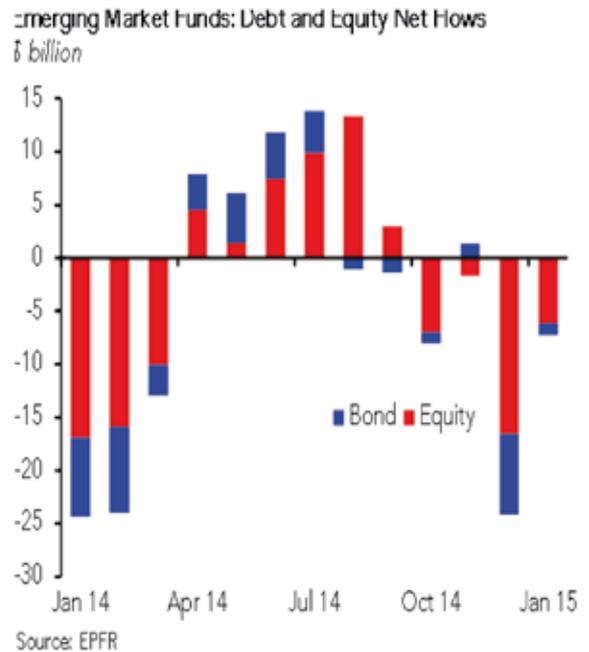
¿En qué situación estamos hoy?

En nuestra opinión no difiere mucho del pasado en ciertos aspectos centrales. A pesar de que hoy tenemos un régimen de flotación cambiaria el tipo de cambio no es el de equilibrio, sino que es un mercado intervenido donde el BCU compra dólares y coloca deuda poniendo la "zanahoria por delante" para que el público en vez de comprar dólares se coloque en pesos. Quien compra los dólares es el BCU, con un elevado costo de intereses y que promueve el atraso del tipo de cambio porque induce a vender dólares y dejar de comprar. El tipo de cambio se mantuvo prácticamente constante en los últimos seis meses a pesar de haber subido internacionalmente y haber devaluado Brasil.



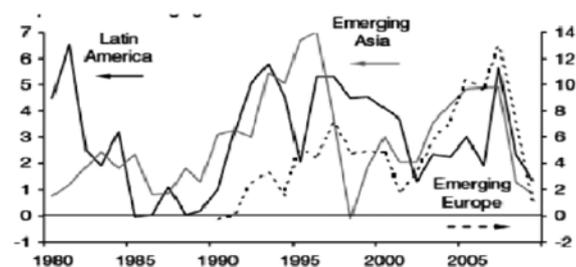
El tipo real de cambio se ubica en un nivel inferior al de antes de la devaluación de 2002 lo que podría disparar las expectativas de devaluación futura ante algún shock externo negativo como podría ser la suba de tasas de interés, más apreciación del dólar y/o una devaluación en Argentina y/o Brasil.

En segundo lugar, el déficit externo de la Cuenta Corriente a fin de 2014, equivale aproximadamente a 4,7% del PBI. En el año 2001 era 2,4% es decir menos de la mitad. Hoy tiene déficit el Sector Público de 3,5% del PBI por un exceso del gasto público y 1,2% el Sector Privado por un exceso de gasto de consumo (4,7=3,5+1,2). El déficit de la cuenta corriente, resulta en un permanente endeudamiento con el exterior, que en la actualidad es accesible gracias al contexto de bajas tasas de interés internacionales, pero que en un escenario de suba de las mismas, el financiamiento será más difícil, el costo financiero aumentará y exigirá a un forzoso ajuste del gasto tanto público como privado. Los flujos de capitales a los mercados emergentes cambiaron su tendencia en los últimos meses, lo que anticipa su escasez hacia el futuro.



En 1995 y entre los años 2000-2002 existió una seca de capitales hacia los mercados emergentes que complicó la situación financiera de A. Latina (línea oscura en el gráfico). Esta historia puede repetirse cuando comiencen a subir las tasas EE.UU.

Flujos netos de Capital privado como % del PIB de economías emergentes



Fuente: IIF, Capital Flows to Emerging Market Economies

El ajuste podrá ser más fuerte o más suave, y se podrá hacer vía una recesión —que haga contraer el gasto— y/o devaluación para ajustarlo por la vía de una caída del salario real.

Es cierto que hoy existe un stock de reservas internacionales que permitiría compensar por un tiempo la escasez de capitales, destinando recursos a la realización de obras de infraestructura y hacer más suave el ajuste. Pero esto aumentará el déficit y no se podrá mantener por largo tiempo. Primero porque las reservas del BCU no son todas de “libre disponibilidad”. Deducidos los encajes y las obligaciones con el Sector Público, las reservas libres del BCU eran al fin del mes de febrero 7913 millones de dólares muy inferiores a los 18.300 millones de dólares que se informan en la prensa. Segundo porque la deuda de corto plazo (Letras de Regulación Monetaria) que emitió el BCU para comprarlas, equivalían al final de febrero a 9258 millones de dólares o sea 1300 millones de dólares más que las reservas libres. Entonces si el BCU consume reservas para evitar que el dólar alcance su nivel de equilibrio, esto le obligará a aumentar permanentemente su endeudamiento con Letras de Regulación Monetaria para no perder su posición externa. O sea de una forma u otra, el déficit si no se corrige implicará mayor endeudamiento. Un costoso círculo vicioso porque hace aumentar los intereses y éstos aumentar el déficit.

En tercer lugar se estancaron las exportaciones y el turismo. Recesión en los principales mercados, restricciones y devaluación de Argentina, devaluación de Brasil y falta de competitividad son preanuncios importantes de que las cosas no andan bien y por más que destinen recursos a inversiones de infraestructura y evitar la caída del empleo, la economía real se va a resentir por el aumento de costos y falta de competitividad.

En cuarto lugar la apreciación del dólar en los mercados mundiales, hará devaluar más tarde o más temprano el peso uruguayo. Esto desmejorará los indicadores de deuda con relación al PBI, que en la actualidad alcanza a 60% ya que la deuda en dólares que representa un 43%

se ajustará inmediatamente lo mismo que los intereses, al tiempo que el PBI caerá en términos de dólares. Esto complicará la atracción de capitales e incluso podría afectar la calificación de deuda.

Es innegable que hoy tenemos menos exposición a los vaivenes de los depositantes argentinos, que en las crisis anteriores provocaron una pérdida de reservas importante cuando se llevaron sus depósitos luego que se devaluara en su país. Sin perjuicio de que eso vuelva a pasar, estamos expuestos a otra vulnerabilidad con Argentina. En los últimos años con el gobierno kirchnerista se afincaron muchas empresas e ingresaron muchos capitales en Uruguay. Tanto los flujos de turismo como de inversiones, son muy sensibles a las diferencias en el tipo real de cambio. Argentina no tendrá más remedio que ajustar sus finanzas cuando el nuevo gobierno asuma y comience a normalizar las cosas. Una de las primeras decisiones será eliminar el cepo cambiario lo que implicará una devaluación. Esto puede provocar una corriente vendedora de inmuebles por parte de argentinos para hacerse de liquidez y repatriarla a su país luego de que bajen los precios relativos. Esto pasó así cuando se implementó la convertibilidad.

También es cierto que Uruguay goza de un excelente nivel de confianza gracias a su comportamiento histórico ejemplar en materia de cumplimiento de sus obligaciones, estabilidad política y democrática. Esto le ha permitido al gobierno colocar deuda sin dificultad por montos muy importantes en los últimos años y tal vez pueda continuar haciéndolo por un tiempo más. Pero cuidado.

El escenario internacional cambió y esto debería ser un acicate para modificar la política fiscal, salarial y cambiaria. La probabilidad de que simultáneamente ocurra un aumento de tasas por la Fed y de una nueva crisis de Argentina y/o de Brasil, es alta. No basta con decir que habrá que ser más austero, se deben tomar medidas concretas para recortar el gasto y reducir el déficit externo dando más competitividad a los exportadores y al turismo. No es válido confiarse que si el desempleo es bajo, que si los inversores del exterior confían y si el BCU gana reservas está todo bien. El FMI recomendó un ajuste fiscal y la desindexación salarial a lo que el gobierno se negó por ser medidas que van en contra de sus objetivos populistas. Razonar así y aferrarse a esto, lleva a demorar ajustes que luego podría ser necesario hacerlos de modo traumático. La economía está mal, todos los sectores sufren el aumento insoportable de costos. El propio Presidente Vázquez reconoció que la situación está pero de lo que le habían informado. La “trilogía letal” como la ha calificado el ministro en reiteradas oportunidades, de elevado déficit, elevada deuda pública y atraso cambiario, y que dio lugar a las peores crisis tiene chances de repetirse. Estaremos atentos a ver como resuelve este enigma o si habrá que esperar cruzado de brazos un desenlace desagradable. ■