

ALERTAS | **A nivel internacional los precios de los commodities y en lo interno, la evolución de los salarios**

Uruguay tiene el nivel de reservas óptimo

► **Sería conveniente adoptar criterios más científicos para recomendar el nivel de reservas a los países emergentes**

LUIS CUSTODIO

El análisis del nivel de reservas internacionales que debe mantener un Banco Central para enfrentar riesgos de turbulencia financiera debe ubicarse en las dos terceras partes de la deuda a corto plazo. Esta es la conclusión de un trabajo académico presentado recientemente en la Universidad de Montevideo por el economista Javier Bianchi y dos colegas. Este estudio, que difiere de lo recomendado tradicionalmente por el FMI, fue presentado previamente ante el Fondo Monetario Internacional y a la brevedad será expuesto en las universidades de Harvard, Berkeley y Stanford y en diversos bancos centrales. El economista Javier Bianchi sostiene que las decisiones tomadas en ese terreno por Uruguay son óptimas. A continuación, un resumen de la entrevista.

—*El manejo de la deuda es un aspecto clave de la política económica, en el que se deben sopesar las ventajas y los riesgos que se generan con cada*

acción. ¿Qué fundamentos se deben tomar en cuenta?

—Hay claramente costos y beneficios al llevar adelante una política de ese tipo, lo que genera discusiones a propósito de cuál debe ser el nivel deseado. Este tema se instaló hace muchos años en bancos centrales, organismos multilaterales y calificadoras de riesgo, con la crisis de los noventa en el sudeste asiático, cuando sacudidos por la turbulencia financiera esos países se dieron cuenta de que no contaban con suficientes reservas para hacer frente a la crisis.

Allí se disparó una tendencia bien marcada por acumular reservas, lo que les permitía además ser independientes del Fondo Monetario Internacional, otro tema en debate. Comenzó a ganar terreno la postura de pensar en que no se podía depender del Fondo por las condicionantes que fijaba en materia de políticas a la hora de asistir a un país, con las que a veces el sistema político no está de acuerdo y resultan muy difíciles de implementar. Esa tendencia fue seguida por otros

emergentes, como Uruguay, Brasil y Argentina.

Este tema volvió a discutirse después de la crisis financiera global. Hay trabajos que muestran que en aquellos países que tenían un colchón más grande de reservas, eso resultó determinante para enfrentar mejor la crisis. Por ejemplo, los países asiáticos que aprendieron la lección del pasado. Corea tenía reservas por encima del 20% del PIB, Singapur y Malasia también. Estos países enfrentaron la crisis con muy pocos inconvenientes. En la otra punta, están los países de Europa Oriental, que con mucha deuda, no acumularon reservas.

—*¿Cuáles son los costos y beneficios de mantener determinado nivel de reservas?*

—Hay un costo de oportunidad de mantener ese dinero inmovilizado, que siempre puede tener otro destino: se podría usar para inversiones, para pagar la deuda, siempre hay otras necesidades que se postergan si uno toma la postura de acumular reservas, con el objetivo de tener un colchón de liquidez. A la hora de tomar la deci-



Economista Javier Bianchi

FICHA TÉCNICA

Javier Bianchi, 31 años, es economista egresado de la Universidad de Montevideo. Obtuvo su Doctorado en la Universidad de Maryland, fue profesor visitante en New York University, y a partir de septiembre será profesor titular en la Universidad de Wisconsin-Madison. Además, es investigador en The National Bureau of Economic Research. Se ha especializado en mercados financieros y deuda soberana.

sión de fijar el nivel de reservas acumuladas que a un país le da cierta tranquilidad, en general se ha recurrido a una regla de uso que establece que deberíamos tener reservas suficientes como para cubrir el total —amortizaciones e intereses— de la deuda de corto plazo.

Esa fue una regla que a fines de los años noventa impulsó el viceministro de Economía de Argentina Pablo Guidotti y que retomó poco después Alan Greenspan, quien era el presidente de la Reserva Federal. Esa metodología para manejar los activos y las obligaciones externas fue, a su vez, tomada por el FMI

que la adoptó como recomendación a los países.

Nuevo modelo

—*Ustedes pretenden aportar una nueva mirada, ¿a qué conclusión arribaron?*

—Lo que encontramos con nuestro modelo, es que un gobierno de un país emergente debería tener en promedio reservas en un nivel que represente los dos tercios de la deuda de corto plazo, un volumen inferior a lo que efectivamente recomienda el Fondo. Vale decir que en la actualidad, los países emergentes en general tienen más reservas

No está claro que a Grecia le convenga pagar la deuda

—*Entre los países más endeudados, la consideración no es uniforme. No es lo mismo Pakistán que Japón. Parece haber más incentivos para pagar la deuda en unos que en otros...*

—Hay países que solo pueden considerarse en buenas condiciones con determinado nivel de deuda, es lo que se le llama "intolerancia de la deuda", pero ciertamente no es para todos igual. Y en algunos casos, hay beneficios para incurrir en default. Si Pakistán por ejemplo, tiene una deuda equivalente al 200% de su PIB, la tentación es muy grande y no va a pagar esa deuda. Pero no es lo mis-

mo para países como Japón, que tienen otra solvencia, otro respaldo institucional y otra capacidad de repago de la deuda, donde habría un costo muy grande en caso de no cumplir con esos compromisos.

—*¿Es lo mismo que está pasando en Europa?*

—En Europa lo que está pasando es que casos como el de Grecia, con niveles de deuda por encima del 100% del PIB y no está claro por qué a Grecia le resultaría óptimo pagar la deuda. Básicamente, si no recibe una transferencia grande va a entrar en default; tiene una deuda que

no es impagable, porque potencialmente podría recortar el gasto a la mitad y pagar sus compromisos, pero nadie está dispuesto a hacerlo, porque el costo sería una recesión muy profunda. No pueden ni quieren. Entonces, Grecia está fuera de su posibilidad de pagar y España, Portugal e Italia están allí en el límite, donde se debe decidir si sería buena cosa pagar la deuda o no. Estos países enfrentan, también, un problema de expectativas negativas: si los inversores piensan que España no va a pagar, la castigan con tasas muy altas y a esas tasas, al gobierno le resulta óptimo no pa-

garlas. Están en ese espacio de extrema vulnerabilidad y donde hay una gran desconfianza. Ese es el problema que se conoce como equilibrios múltiples en la literatura de riesgo soberano, y eso ocurre cuando se alcanzan esos niveles de deuda tan altos.

Para Estados Unidos el caso es diferente porque emite deuda en su propia moneda, pero son asuntos que se discuten cuando se observan los que se denominan "global imbalances", o sea los desequilibrios globales, desajustes de cuenta corriente que existen en la economía mundial.

para enfrentar riesgos de turbulencias

que eso, han superado esos límites, aprovechando la coyuntura y a partir de la enseñanza que dejan los períodos de crisis.

—¿A partir de qué definiciones llegaron a esta nueva propuesta?

—Nosotros nos concentramos en lo que se denomina “rollover crises”, o sea la imposibilidad de renovar la deuda en momentos de crisis. La literatura previa, que utiliza modelos teóricos estructurales con un enfoque cuantitativo, no explicaba nada sobre este tema, es decir, en los trabajos anteriores que observan este mismo tema que miramos nosotros, lo que salía era “cero” acerca del nivel de reservas. Hablo de trabajos serios, fundados, pero por la forma en que desarrollaron sus modelos económicos, decían que lo óptimo era simplemente moderar el tamaño de la deuda. Operaban solo sobre un componente. Remarcaban que había que centrarse en bajar el endeudamiento, pero no recomendaban ningún nivel de reservas en particular. Nosotros decimos que no, que debemos operar sobre las dos variables.

—Parten de algunas premisas diferentes de las que usa el Fondo Monetario...

—Tal vez el FMI considera otras contingencias que noso-

tros decidimos no tomar en cuenta en este modelo, por el momento. También es claro que detrás de la recomendación del Fondo no hay un modelo estructural teórico, es una regla que parte de lo que sugieren sus técnicos a través de la experiencia y resultados empíricos. Nosotros proponemos este modelo, creemos que es un trabajo serio y que debe tenerse en cuenta, si yo fuera un tomador de decisiones de un banco central lo tomaría como un primer paso para ir pensando en incorporar otros motivos que pueden generar dificultades a un país, para afinar el resultado final.

Cuando presentamos nuestro trabajo, la receptividad en el Fondo fue muy buena; no pretendemos que se convierta en la única herramienta que utilice el organismo, pero sí en un input que forme parte del proceso de discusión, pensando en utilizar un criterio más científico que el empleado hasta ahora, para determinar el nivel óptimo de reservas.

La deuda uruguaya

—El manejo de la deuda de Uruguay ha sido ampliamente elogiado, lo ha hecho el Fondo Monetario, las calificadoras de

riesgo y los inversores. A partir del modelo desarrollado, ¿coinciden con esas apreciaciones?

—Nuestro trabajo apunta específicamente a definir cuál es el nivel óptimo de reservas para un país que enfrenta riesgos de turbulencia financiera, y nos sugiere que la acumulación de reservas de los últimos 10 años ha sido una decisión óptima.

Comparando con los niveles previos a la crisis de 2002, Uruguay cuenta hoy con más del doble de reservas y aproximadamente el mismo nivel de deuda como porcentaje del producto. Ello sugiere que Uruguay en este frente tiene mayores posibilidades para navegar en aguas turbulentas. No obstante, comparando nuevamente con niveles previos al 2002, el fuerte crecimiento del crédito de los últimos 6 años indica que Uruguay requiere de un colchón de liquidez más importante para responder a potenciales problemas sistémicos, potencialmente hay más contingencias que enfrentar en el caso de una crisis.

Desde mi punto de vista, si se quieren mitigar expansiones exacerbadas de crédito, debe recurrirse a lo que se llama regulación macroprudencial. Directamente aplicando requerimien-

tos de capital y liquidez más altos sobre el sistema bancario, medidas como las que introdujo recientemente el Banco Central. Esas son políticas apropiadas para tratar de prevenir el crecimiento del crédito que se puede volver problemático cuando se revierte la condición económica.

—En la actual coyuntura, ¿cuál es el camino que tiene por delante Uruguay?

—El trabajo identifica dos variables principales para determinar la cantidad de reservas que debería acumular un país: la probabilidad y la severidad de una crisis financiera. Dada la actual coyuntura internacional y los bajos *spreads* que paga Uruguay por su deuda, profundizar en la estrategia de mantener y acrecentar el stock de reservas es algo deseable desde la perspectiva de nuestro modelo. Además, acompañar estas medidas con el reperfilamiento de la deuda en términos de plazo y moneda como el gobierno ha venido haciendo es algo importante desde mi punto de vista. Al igual que con la acumulación de reservas, ello es costoso dadas las primas de riesgo que se tienen que asumir, pero el riesgo de no contar con suficientes reservas resulta un costo mucho más importante.

—¿Es un buen momento para acumular reservas?

—A mi juicio sí. Pero es incierto cuánto tiempo más podemos tener por delante. Uruguay está pagando menos de 2% de prima de riesgo por acumular reservas. Pero también querría ver una reducción más grande de la exposición neta, en los buenos tiempos nos gustaría ver ajustes por esa vía. Mirando otra variable fiscal, el gasto sobre producto, ha ido creciendo en los últimos 10 años. Uruguay no ha roto con esa excesiva actitud procíclica de la política fiscal.

No es fácil de romper, porque cuando las tasas son bajas, el *spread* es bajo, es buena oportunidad para gastar, pero si uno piensa en tener una posición más resistente para los momentos menos favorables, Uruguay no ha cortado completamente ese ciclo. Hay indicadores que se ven mejor, pero hay vulnerabilidades como las que genera el nivel de gasto.

Las amenazas

—¿Dónde están los riesgos mayores para Uruguay?

—El riesgo más importante para economías como la de

(Continúa en la pág. 6)

Hasta 2008, Estados Unidos no se interesaba en crisis financieras

—¿Han caído algunos paradigmas a partir de la crisis por la que atravesó Estados Unidos y lo que está viviendo hoy la Unión Europea?

—En Estados Unidos se pensaba que este tipo de crisis solo ocurría en países emergentes. Y la evidencia ha mostrado que no es así. Ha cambiado mucho la forma de plantear estos temas de investigación. Tiempo atrás, en el ámbito académico, a la hora del debate e intercambio, cuando se hablaba de crisis financieras uno tenía que hacer referencia a las economías emergentes; entonces, del lado de los economistas norteamericanos nos decían: eso será importante para ustedes, pero para acá no, tenemos mercados financieros muy desarrollados, eso no es un problema. Claro que después de la crisis, la situación ha cambiado y ya se

interesan más por este tipo de trabajos e investigación. Lo mismo está ocurriendo en Europa.

—Los actuales problemas de deuda de Estados Unidos tienen su correlato en la acumulación de reservas de los países asiáticos...

—Es la contracara del problema de la deuda y un tema del que mucho se habla a nivel internacional. Los países asiáticos, al acumular grandes reservas ponen en riesgo al sistema financiero global, porque todo lo que ahorran se lo han prestado a países desarrollados, y se mira con mucha atención estas altas tasas de ahorro, porque de alguna manera Asia ha financiado el crecimiento de consumo que tuvieron Estados Unidos y Europa.

Se discute si el Fondo Monetario no debería hacer

algo en ese sentido. Se habla de sustituir reservas con una serie de productos financieros que ayuden a manejar mejor el riesgo. El punto es que estos países acumulan reservas porque, básicamente, tienen mucho riesgo, problemas de turbulencias del mercado financiero. Por lo que si tuvieran deuda atada, por ejemplo, al precio de los commodities o al producto bruto interno, ese tipo de productos ayudaría a que no tuvieran que acumular tantas reservas, pero en la práctica eso es muy difícil. Los países no tienen acceso a ese tipo de instrumentos financieros. En mi opinión, la solución para Estados Unidos no pasa por esperar cambios de políticas de las economías emergentes sino recurrir a la regulación macroprudencial para regular los ciclos de crédito.

Uruguay
tiene el
nivel de...*(Viene de la pág. 5)*

Uruguay, es una caída grande en el precio de los commodities, y eso ocurriría si hay una desaceleración grande en China e India. Mientras mantengamos estos términos de intercambio tan favorables, mi impresión es que estos países pueden entrar en recesión, pero se manejarían relativamente mejor. Dejando de lado a Argentina por sus políticas muy particulares, la variable clave para la región es el precio de las materias primas; una caída en esa variable llevaría a un incremento de la aversión al riesgo y desencadenaría otros problemas. Por eso hay que estar precavido y darle mayor impulso a otras políticas.

—¿Cuáles pueden ser esas otras políticas a las que refiere?

—Una variable que incrementa la vulnerabilidad de la economía son los incrementos de salarios. Un aumento significativo de los salarios sabemos que después es difícil de revertir, porque hay rigideces que tener en cuenta. Es cierto que ahora Uruguay tiene mayor flexibilidad cambiaría en relación al año 2001, por ejemplo, y eso le permite utilizar el tipo de cambio de manera de reducir eventualmente los salarios en dólares. Pero es un foco de riesgo significativo. Igual tenemos un alto nivel de deudas en dólares y no se puede aplicar de una forma tan flexible a la política cambiaría para reducir los salarios en dólares; por lo tanto, el margen es estrecho y lo mismo ocurre con la inflación. Esto es bien claro, cuando hay un problema en la economía, los salarios se tienen que ajustar porque si no habrá desempleo alto.

Y en ese terreno es mejor manejarse con prudencia antes de asumir compromisos.

La venta de acciones de Alur



Poco a poco se comienza a discutir un proyecto de ley propuesto por el Partido Socialista sobre la prohibición de compra de tierra por parte de estados extranjeros o sus empresas, que contiene algunos elementos que puedo compartir, así como otros que me parece necesario descartar. Pero lo que llama hoy la atención, es que el mismo día que se informó sobre este original proyecto de ley, la prensa daba cuenta de la venta posible de una porción significativa del paquete accionario de Alur, a la empresa estatal petrolera de Venezuela. Y esto sí, definitivamente, debe descartarse: un estado extranjero no puede beneficiarse de una generación de valor que deriva del esfuerzo para tributario de los uruguayos. No puede ser así.

EL VALOR DE ALUR. El valor de Alur es el producto de una combinación de políticas públicas que le confiere una condición de privilegio muy especial, que le permite facturar montos que una mirada superficial podría considerar importantes. Sin embargo ocurre que el negocio de Alur es, sin privilegios, absolutamente nulo. Esto es así porque la importación de azúcar, una materia prima, está protegida por el arancel máximo del 35%, algunas veces combinado con otras disposiciones restrictivas. Ello permite pagar a los agricultores en ocasiones tres veces más que sus competidores, y refinar con costos fuera de competencia. Puede también, aunque no lo hace regularmente, importar azúcar crudo y refinarlo, que es el negocio de Azucarlito; en este caso —importar crudo con arancel cero, vendiendo refinado protegido al 35%, para un agregado de valor mínimo— la protección efectiva



VALOR. Surge de una combinación de políticas públicas

supera cómodamente las tres cifras. Por su parte los agricultores así como el propio ingenio, han recibido de la sociedad por diversas vías diferentes ayudas a su endeudamiento, ya sea a través de Ancap, como antes del Banco República.

Pero así como la competitividad genuina es nula para el azúcar, menos puede imaginarse para los biocombustibles en los que se opera en régimen de monopolio. Como se sabe la importación de estos sigue estando prohibida para cualquier particular, en tanto la producción puede hacerla un privado —pidiendo permiso, cuándo no— pero por cantidades mínimas, siendo el resto solo de Ancap. En este contexto de protección arancelaria y exclusión de la competencia, no dudo que al igual que en el negocio azucarero se pueda producir mañana etanol, el que por otra parte, al igual que el biodiesel, los consumidores estamos obligados por ley a consumir, aun en ocasiones como la actual, que es más caro que la nafta.

PRIVILEGIOS. En otras palabras, por una combinación de inversión con fondos públicos, tratamiento especial del endeudamiento, protección arancelaria, exclusión de la competencia, y obligación de consumo de biocombustibles, no es raro que en esta situación Alur tenga una facturación creciente y un balance mejor que cuando empezó.

En realidad lo insólito o preocupante sería que con estos privilegios perdiera plata. Claro está que en su estado de resultados no figurará nunca la

transferencia de recursos desde el consumidor expresada a través del precio de azúcar, del combustible y biocombustible, o de los déficits de su empresa madre. Tampoco se recogerá la pérdida de riqueza implícita que implica que recursos móviles estén aplicados en actividades sin ventajas comparativas, en lugar de estar en otras genuinas. Y deberá incluirse en la cuenta el sobreprecio de todo el azúcar, también el de Paysandú, beneficiario de la misma política. Es que intentar producir lo mismo que los dos productores más competitivos del planeta, como lo son Brasil en azúcar y etanol a partir de caña de azúcar, y Argentina en biodiesel de soja, solo puede ocurrir a partir de intervenciones que excluyan el comercio desde estos orígenes. Y así ocurre, con costos evidentes para la sociedad que los consume obligada, integrando el éxito de este emprendimiento, el ya legendario “espacio fiscal”. En estas condiciones Alur logra facturar más, ojalá que también se nivele en sus resultados, y de esta forma quizás sus acciones valgan. La pregunta es para quién.

Y la respuesta es que las mismas valen solo y exclusivamente por la política pública que las sostienen, es decir solo en tanto y en cuanto se crea que esta política se mantendrá. Es ésta —la política— la que define su valor. Y es asimismo este fundamento el que determina las características de un potencial comprador, alguien que funcione en esta frecuencia de onda, que crea que la riqueza se genera de modo esta-

ble por decreto, o por acuerdo de comisiones *ad hoc*: este es el retrato de Venezuela.

JAMÁS VENDER. Ahora bien. Supongamos que median importantes razones sociales para defender la permanencia de esta política, y que no se va a sustituir por otra para producir dátiles en Vichadero, o bananas en Cardal. Si esta política se mantiene, le vamos a pedir al menos dos cosas: una de forma y otra de fondo. La de forma es que sus directivos no hagan declaraciones o financien propaganda, como si sus “éxitos” y su ejemplo derivaran de su excelencia o de su ingenio, y no de leyes y decretos que imponen a la sociedad en su conjunto transferencias que no recibe casi ninguna otra actividad. Y que por supuesto no pueden usarse de modelo de nada, en tanto integran un ya durísimo costo fiscal social.

Pero nos queda la objeción central, de fondo. Si la sociedad va a continuar poniendo plata en esta actividad, es absurdo que el beneficio cualquiera que sea, termine en el estado venezolano. Es duro pagar impuestos en Uruguay, no solo por su cuantía sino por la calidad del gasto que a ellos se asocia. Es duro asimismo pagar de modo indirecto al revolver el café, o al surtir combustible, transferencias hacia una empresa para que concrete sus negocios. Pero lo que resulta definitivamente intolerable es pagar impuestos de modo indirecto al estado venezolano; esto es insólito y hay que rechazarlo.

Alur pues, al igual que lo plantea el proyecto de ley sobre la tierra, no puede ser propiedad accionaria del estado venezolano. Una cosa es que reciba ayudas de ese estado, de su empresa de petróleo o de su banco. Otra muy diferente es que participe de eventuales ganancias, que derivan solo y exclusivamente del esfuerzo de los contribuyentes. En tanto su salud dependa de una arquitectura legal que imponga contribuciones de los uruguayos, que el estado venezolano tenga acciones de Alur es tanto como pagarle impuestos a Venezuela.