

Uruguay en el nuevo contexto internacional

Graciana del Castillo*

Salir de crisis tan profundas como la que el Uruguay experimentó en el 2002 no es fácil. Se logró revertir la caída del PIB con políticas macroeconómicas responsables y buen manejo de deuda, en un contexto externo muy favorable para el país. Este se caracterizó por una abundante oferta de capital a bajo costo en los mercados internacionales, una economía mundial en fuerte expansión, con altos precios de los *commodities* que el país exporta y con bajo precio del petróleo que importa. Recuperar el nivel de 1998 en términos de crecimiento real llevó siete años (aunque en dólares, el PIB está todavía por debajo del nivel que se tenía en ese momento). En el 2006, la economía uruguaya creció siete por ciento en términos reales y se espera un crecimiento de alrededor de cinco por ciento para el 2007. Pero, ¿es este crecimiento suficiente y sostenible para recuperar los años perdidos y poner al Uruguay en una senda de desarrollo de largo plazo?

Para salir de las crisis sin volver a caer en ellas, es fundamental que el dinamismo económico vaya acompañado de inclusión social. De lo contrario, ese dinamismo llevará a conflictos laborales y sociales y no será sostenible. Por ello, salir de una crisis es un desafío económico y financiero, pero también es un desafío moral y ético, que requiere imaginación y políticas audaces, no necesariamente ortodoxas.

Este gran desafío se vuelve todavía más difícil en un contexto internacional adverso, como el que se desató en agosto del 2007, como consecuencia de la cesación de pagos de las hipotecas de grado inferior en el mercado de vivienda de los Estados Unidos. Esto ha creado gran turbulencia y ha llevado a una

severa contracción de la liquidez y el crédito en los mercados globales. Aunque todavía se debate el impacto de estos desarrollos sobre la economía de los Estados Unidos, y por consiguiente sobre la economía mundial, se espera una desaceleración del crecimiento mundial, condiciones de crédito más duras y más aversión al riesgo por parte de los inversores. Además, el petróleo alcanzó los USD 95 por barril, y muchos creen que no es de descartar que se estabilice en alrededor de los USD 100 por barril, lo cual es muy duro para países importadores. Esto después de haber promediado menos de USD 30 en el 2003, menos de USD 40 en el 2004 y USD 55 en el 2005.

Dado que Uruguay es un país altamente endeudado e importador de petróleo para sus necesidades, los cambios en el entorno internacional lo afectan particularmente. Esto conlleva la necesidad de revisar la situación existente en el país, de analizar el entorno externo y su posible evolución y fuentes de contagio, y de pensar si las políticas actuales son apropiadas y suficientes para lidiar con el desafío interno en medio del deterioro externo, o si se podrían tomar nuevas medidas para acelerar y profundizar el dinamismo con inclusión de la economía uruguaya. Ese es, pues, el propósito de esta nota.

* Doctora (Ph.D.) en Economía de la Universidad de Columbia (1986). Economista en la Universidad de la República. Profesora de Economía Internacional (de tiempo parcial) en la Universidad de Columbia. Socia fundadora del Macroeconomic Advisory Group (MAG) en Washington DC. Directora del Centennial Group Latin America. Consultora de organismos internacionales.

El presente texto fue elaborado con información disponible al cierre del mes de noviembre de 2007.

1. La situación actual

El dinamismo que ha experimentado el país en los últimos años ha sido en gran parte una recuperación de la espectacular caída del 2002, sobre todo en el período 2004-2005. Si bien es cierto que esta recuperación fue rápida, es fácil crecer cuando se parte de niveles tan bajos y con exceso de capacidad productiva como los que había en ese momento. Ambos factores, sin embargo, se han agotado.

Claramente la economía uruguaya no muestra un dinamismo ni suficiente ni sostenible. En la última década (1997-2006), Uruguay creció por debajo del 2% anual en promedio, mientras que en la década anterior había crecido casi el doble. Más preocupante, la inclusión social no ha mejorado. Por el contrario, a pesar de ciertas mejoras en el salario real, que ha crecido por encima de la productividad, este permanece aún por debajo de los niveles de 1998. Los programas de emergencia tienen un propósito humanitario en el corto plazo. Extender estos programas por más de dos años es un error. Es imperativo retornar a los beneficiarios de estos programas al mercado laboral lo antes posible, ya que a medida que pase el tiempo ese retorno se hará cada vez más difícil. Es imperativo también crear empleo para los jóvenes, entre los cuales el desempleo es sumamente alto.

Aun antes de la crisis de agosto en los mercados financieros, el gobierno ya proyectaba una caída en la tasa de crecimiento de la economía uruguaya a alrededor del 3% en el 2009. Una tasa de esa magnitud no es suficiente para un país que debe revertir el tremendo deterioro social, mejorar su infraestructura física y social y lograr que los jóvenes —la principal riqueza de un país dinámico— dejen de emigrar por falta de oportunidades.

2. El deterioro en el entorno internacional

Muchos piensan que la crisis financiera que se desencadenó en agosto del 2007 es la primera manifestación de ajuste desordenado a los grandes desequilibrios globales de la última década, en particular al déficit de cuenta corriente de los Estados Unidos, que llegó a 7% del PIB.

A mediados de noviembre del 2007, en una conferencia organizada por el premio Nobel de Economía del 2006, Edmund Phelps, un grupo selecto de inversores, banqueros centrales, expertos en mercados de capital y académicos debatieron los distintos aspectos de esta crisis y cómo afectarán el dinamismo de la economía norteamericana y, por ende, de la economía mundial. El debate dejó en evidencia lo difícil que es predecir el impacto que tendrá la crisis, dados los distintos factores que están en juego y lo complicado de las transacciones financieras en los mercados actuales. De todas formas, los analistas en general esperan una desaceleración económica de cierta magnitud hacia fines del 2007 y en el 2008, a pesar de la baja en las tasas de interés y de la liquidez que la Reserva Federal y otros bancos centrales inyectaron en los mercados.

La crisis en el sector financiero afecta al sector real de distintas formas. El consumo en los Estados Unidos, que representaba entre el 85% y el 89% del PIB en los años sesenta, promedió entre el 97% y 98% en los últimos años. Por un lado, esto indica una insuficiencia en el ahorro. Indica también que, para mantener el nivel de consumo al cual está acostumbrada la sociedad estadounidense, la gente tendrá que vender activos, tanto inmuebles como financieros, lo cual impondrá más presión sobre esos mercados. De lo contrario, el consumo caerá. Ha sido justamente el consumo uno de los factores que ha mantenido la economía dinámica en los últimos años. Lo otro que ha mantenido la economía vibrante es la innovación y el avance tecnológico, sobre todo con la creación de nuevas y exitosas empresas. La

creación de estas será mucho más difícil en el entorno actual, donde el crédito es mucho más restrictivo y los inversores claramente muestran un aumento en la aversión al riesgo.

A principios de noviembre, a medida que se supo de las cuantiosas pérdidas que habían sufrido varias instituciones financieras de primer nivel, la Reserva Federal bajó por segunda vez la tasa de interés de referencia que controla, a 4,5%. Así, esta tasa se redujo en 75 puntos básicos en total, de 5,25%, que era su nivel en setiembre. Dos días después, la Reserva Federal aumentó, en forma temporal, las reservas del sistema bancario en cuarenta mil millones de dólares. Ello constituyó el aumento de liquidez al mercado más grande desde setiembre del 2001 y llevó a una depreciación aún mayor del dólar con respecto al euro. El dólar, sin duda, se venía depreciando en gran parte por el tremendo déficit de cuenta corriente de los Estados Unidos. En una cuestionada intervención, el Banco de Inglaterra ya había dado préstamos de corto plazo a ciertos bancos ingleses, aceptando hipotecas de alto riesgo como colateral. Esta medida fue tomada a efectos de calmar los mercados, lo cual es indicativo del contagio que ya existía.

La aversión al riesgo y la incertidumbre en los mercados llevó a muchos inversores a comprar oro, y el precio de este subió hasta USD 800 la onza troy a principios de noviembre, el precio más alto en veintiocho años. La aversión al riesgo también hizo que muchos inversores acumularan deuda del Tesoro (*Treasury bills*), no solo por su bajo riesgo, sino en anticipación de que la caída en el crédito llevara a la Reserva Federal a bajar aún más las tasas de interés. La corrida hacia este tipo de instrumento financiero ha hecho caer su retorno de corto plazo. A la vez, expectativas de inflación crecientes han llevado a una curva de rendimiento (comparando el corto y el largo plazo) más empinada de lo que había estado desde febrero del 2005. A mediados de noviembre, la brecha entre el retorno de un bono del tesoro a tres meses y uno a treinta años era de 135 puntos básicos, después de que ambos

habían tenido una tasa de retorno similar en agosto, de alrededor del 5% (este comportamiento de la curva de rendimiento también se observó, aunque en menor medida, en el Reino Unido y la zona del euro). Las altas tasas de largo plazo en los bonos del tesoro norteamericano, a su vez, ponen un piso en las tasas de interés a las cuales prestan los bancos para hipotecas, dificultan así su refinanciamiento y agravan la situación del sector vivienda.

La depreciación del dólar llevó a un aumento en el precio del petróleo, el que sobrepasó los USD 96. Las perspectivas de precio a corto plazo dependerán en parte de si la OPEC decide en su reunión de diciembre subir o no la producción de petróleo, y en parte, de lo que pase con los *stocks* de petróleo en los Estados Unidos. Estos cayeron en el tercer trimestre y muchos piensan que caerán aún más en el cuarto trimestre.

Con respecto a los países emergentes, el impacto de la escasez de liquidez y crédito en los mercados financieros los afectará de distinta forma. La marcada caída en el apetito al riesgo hará que los países que más sufran sean aquellos que muestren déficit altos en la cuenta corriente, inflación en aumento, o que se financien en gran parte a través de préstamos bancarios de corto plazo.

Al mismo tiempo, la desaceleración del consumo en los Estados Unidos tendrá un impacto negativo en el crecimiento de países como China y México, que dependen en forma importante de aquel mercado para sus exportaciones. La demanda cae por el efecto riqueza, pero también por las presiones que se crean de protección en el ámbito nacional hacia las importaciones en momentos de crisis, lo cual afectará no solo a estos países sino a muchos otros. En México, sin embargo, el factor contagio más importante en esta crisis, a diferencia de la del 2002, ha sido a través de las remesas familiares, ya que una gran parte de estas dependen de trabajadores mexicanos en el sector vivienda. Desde la crisis, muchos de estos trabajadores han retornado a su país por falta de empleo. Lo mismo pasa con países

centroamericanos que también dependen de este tipo de remesas.

Hay muchos factores de ajuste a una crisis, como se observó a principios de esta década en Uruguay y Argentina, donde una gran parte del ajuste tuvo lugar a través de la venta de propiedades inmobiliarias, campos, objetos de arte, así como de ingresos por turismo. Igualmente, en Estados Unidos se está dando este tipo de ajuste. Por ejemplo, aunque el sector vivienda está en plena recesión, la demanda por vivienda en Nueva York y en otros lugares de negocios y turísticos ha aumentado significativamente. Esto se debe a que, con la devaluación del dólar, la inversión de este tipo resulta sumamente atractiva a europeos y japoneses. Por otro lado, el incipiente crecimiento de estos países en los últimos años se verá afectado por la turbulencia financiera y la apreciación del euro, la libra y el yen *vis-à-vis* el dólar. De todas formas se espera que el impacto sobre el crecimiento varíe mucho de país a país, de acuerdo con las políticas económicas que persigan y a los fundamentos en la economía nacional.

Hasta agosto, los Estados Unidos inundaron los mercados internacionales de capital con liquidez y esto logró evitar la inflación interna. Mientras que a mediados de noviembre los mercados se siguen moviendo bajo la expectativa de tasas de interés más bajas, la Reserva Federal ha dado señales de que considera balanceados los riesgos de inflación y recesión en la economía estadounidense, lo cual no llevaría a una política monetaria más laxa. Por el contrario, muchos esperan que la fuerte depreciación del dólar se refleje eventualmente en un aumento de la inflación, lo que llevaría a la Reserva Federal a subir las tasas de interés. A su vez, tasas más altas de interés no solo pondrían más presión sobre los mercados de capital, principalmente sobre los fondos de inversión especulativa (*hedge funds*), los fondos privados (*private equity*) y los bancos que ya han experimentado pérdidas espectaculares, sino que también afectarían negativamente a países altamente endeudados que

necesitan financiarse en los mercados internacionales.

A pesar de esto, no es de esperar que los gobiernos de países endeudados como Argentina y Uruguay sufran mucho por la iliquidez y el posible aumento de las tasas de interés en este momento, ya que no tienen necesidades importantes de financiamiento en los mercados de capital en los próximos meses. Claro que esto cambiaría si la crisis empeorara y se prolongara. Por otro lado, a las empresas nacionales y a las filiales extranjeras les será más difícil y costoso financiarse a través de los mercados o los bancos internacionales. Esto es un gran problema para países de baja inversión, sobre todo Uruguay, pero también Argentina. La crisis puede asimismo afectar las exportaciones de estos países si los industrializados sucumben a las presiones proteccionistas que se crean frente a la desaceleración económica.

El efecto del aumento del precio del petróleo, por otro lado, será bien distinto en Argentina y en Uruguay. Mientras que en Argentina el aumento en la recaudación fiscal resultante del aumento en el precio del petróleo se estima en aproximadamente 1% del PIB, para Uruguay la situación fiscal empeorará si el gobierno o Ancap asumen el costo del aumento de precios. Si, por el contrario, deciden transferir el aumento de precios al consumidor, la recaudación fiscal caerá al disminuir la actividad económica de las empresas. Como el gobierno posiblemente no quiera transferir el aumento a los consumidores de bajo ingreso, para evitar el costo social y político que eso siempre tiene, también deberá asumir el costo fiscal de subsidiar el transporte y la energía a ciertos estratos de la población.

3. ¿Cómo crear más dinamismo e inclusión?

No hay fórmulas mágicas, aunque sí ciertos factores que definitivamente ayudan. En Uruguay, la tasa de inversión, a pesar de aumentar significativamente en el 2006, es aún

una de las más bajas de la región. Para que el dinamismo sea sostenible se necesitan aumentos en productividad muy por encima de los que se tienen. Para esto es fundamental más inversión en innovación y tecnología, más inversión privada en empresas nuevas —tanto nacionales como extranjeras— y más inversión pública para mejorar la educación. Lamentablemente, la reforma tributaria no le dio ningún incentivo nuevo al inversor. Es cierto que bajó del 30% al 25% la tasa del impuesto a la renta a las empresas; sin embargo, impuso un impuesto nuevo del 7% sobre el pago de dividendos, lo cual cancela la reducción para aquellas empresas que paguen dividendos.

Uruguay era un país con inclusión, en gran parte como resultado de la buena educación pública que tenía. Ahora, la educación privada cada vez es mejor y la pública cada vez peor, lo que aumenta la brecha. Claro que siempre hay excepciones, pero es indudable que una parte importante de la población se encuentra hoy marginada del mercado laboral, en parte por falta de educación y manejo del inglés y en parte por falta de empresas dinámicas que creen empleo.

El gobierno podría considerar una estrategia a dos puntas para lidiar con este problema. Por un lado, mejorar la educación y la enseñanza del inglés, sin lo cual la innovación y la transferencia de tecnología no son posibles, y crear al mismo tiempo programas de entrenamiento técnico en especializaciones para las cuales hay o podría crearse demanda empresarial. Por otro, es necesario eliminar serias trabas al establecimiento de nuevas empresas y mejorar el clima de negocios, incluyendo las pymes, para que estas prosperen en el país.

Sin duda, el clima de negocios poco favorable a la inversión y al riesgo —que aún existe, a pesar de algunas mejoras en los últimos años— lleva a un deterioro en la competitividad de la economía uruguaya relativa al resto del mundo. Según el *Índice de competitividad mundial* (ICM) del Foro Económico Mundial, existe desde el 2003 un claro deterioro económico en relación con países de la región y

de fuera de ella. Esto se debe a que esos países avanzan mucho más rápido, con políticas audaces y efectivas para mejorar el clima de negocios y la competitividad. Mientras que en el 2003-2004 Uruguay estaba en el *Índice* muy por debajo de Chile y ligeramente por debajo de Costa Rica y Brasil, en el 2006-2007, además de ubicarse por debajo de estos tres países, está también por debajo de Panamá, México, El Salvador, Colombia y hasta Argentina. Algunos de estos países, como El Salvador y Colombia, tienen ingresos mucho más bajos y problemas sociales y de inseguridad pública mucho más serios. La brecha con Chile es indicativa de lo insuficientes y lentas que han sido las reformas en Uruguay en esta área. Chile, que estaba en el 28.º lugar entre 102 países en el 2003-2004, pasó al 27.º lugar entre 125 países en el 2006-2007. En agudo contraste, Uruguay pasó del 54.º al 73.º lugar durante el mismo período.

Es importante además promover inversión *deseable* para el país —tanto nacional como extranjera—, es decir, aquella que, además de capital, contribuya con la creación de empleo directo e indirecto, tecnología, innovación, capacidad gerencial y capacitación de la fuerza laboral y de proveedores, y que cree vínculos con las universidades y escuelas técnicas. En este sentido, el decreto 455/007 que se acaba de adoptar (26 de noviembre) para reglamentar la Ley 16906 sobre Promoción y Protección de Inversiones, es bienvenido. Sin embargo, no es posible todavía concluir si este decreto contribuirá o no a simplificar, crear reglas claras y fomentar la inversión. Para que lo haga, es importante que las nuevas normas que dictará la Comisión de Aplicación, así como las metas y parámetros que se establezcan, sean claros y fáciles de fiscalizar, y que los beneficios se otorguen solamente a proyectos *deseables* para el país. Para esto es importante que el gobierno analice a quién le da dichos beneficios, es decir, que se asegure de que los inversores tengan la trayectoria necesaria o propongan un proyecto de innovación interesante. A la vez, el gobierno no debe permitir

que el sistema se use para actividades que no son las que realmente se trata de fomentar, como ha pasado con el régimen de zonas francas, que les ha dado mala reputación. Al mismo tiempo, el sistema no debe ser tan complejo que descorazone al inversor.

Dada la alta discrecionalidad que este esquema de promoción requiere, es también importante que los funcionarios con poder para decidir si se otorgan o no los beneficios tengan una trayectoria intachable. Como se sabe, la discrecionalidad en general puede dar lugar a ineficiencias y hasta corrupción, razón por la cual hay que eliminar toda posibilidad —real o aun de percepción— de que estas existan.

Para las inversiones que se declaren de interés nacional, el decreto 455/007 aclara el procedimiento que debe seguirse y designa a la Oficina de Atención al Inversor del Ministerio de Economía y Finanzas como entidad de enlace y facilitación de dichos trámites. Sin

embargo, los esquemas institucionales para promover otros tipos de inversión parecen confundir al inversor, para quien cada vez es más difícil saber adónde dirigirse cuando necesita información o apoyo. ¿Debe ir a la Unidad de Apoyo del MEF o a Uruguay XXI, bajo la responsabilidad del Ministerio de Relaciones Exteriores? Ambos ministros parecen tener opiniones bien distintas con respecto a la inversión, y esto es una fuente de confusión para el inversor, tanto nacional como extranjero. Además, ¿cuál es la división de labores entre estas oficinas?

En un contexto internacional más adverso —que todavía no es claro cómo se desarrollará en los próximos meses— los grandes desafíos del país se vuelven más difíciles. En este contexto, los cambios de políticas para incentivar la inversión, el empleo y la competitividad son aún mucho más urgentes. Sin estos cambios, seguiremos sin poder ofrecerles a nuestros jóvenes algo más atractivo que el exilio.