

Ámbito Financiero Pág.12

<http://www.ambito.com/diario/portada/noticiahs.asp?id=158120&seccion=Opiniones&fecha=21/01/2004>

EE.UU. Y EL TEMOR A DÉFICIT GEMELOS

Por Lic. Aldo Mario Abram

Ante la fuerte baja del dólar que tiene lugar desde hace dos años, pero que empezó a generar preocupación desde finales de 2003, el secretario del Tesoro de los EE.UU., John Snow, dijo que «un dólar fuerte es del interés de los EE.UU.». Más allá de esta expresión de deseo, no parece que ésta hoy sea una realidad, ni que lo vaya a ser en el corto plazo.

Muchos medios y analistas consideran que la responsabilidad de esta situación es de los «déficit gemelos». Se supone que, ante el saldo negativo creciente de las cuentas fiscales y de la cuenta corriente del balance de pagos, surgen las dudas sobre la capacidad de conseguirles financiamiento, lo que obligará a buscar el equilibrio con una depreciación del dólar. De esta forma, se incrementarán las exportaciones y disminuirán las importaciones de bienes y servicios, cerrando la brecha.

Esta hipótesis supone que alguien puede gastar más de lo que tiene sin contar previamente con financiamiento. Si cada uno de los lectores lo piensa, eso no nos ocurre individualmente. Un país es la sumatoria de sus residentes, por lo que tampoco lo puede hacer. Por lo tanto, alguien debe decidir financiar su demanda interna; permitiéndole a ésta superar su capacidad de producción y generar un déficit en cuenta corriente. Pero la existencia del financiamiento es previa a la posibilidad de gastar.

- **Productores**

En otros países, una fuente de financiamiento es la salida de reservas internacionales. En cambio, en el caso de los EE.UU., ellos son los productores de dólares y los exportan, pero la venta al exterior de este bien no figura en su balance comercial. Si lo hiciera, seguramente el déficit en cuenta corriente sería sustancialmente menor.

El productor de dólares se llama Reserva Federal de los EE.UU. y decidió llevar las tasas de interés del mercado a niveles de 1% anual para reactivar la economía. El problema es que, en la medida en que el gobierno demanda crédito para financiar un déficit creciente y el sector privado también lo empieza a hacer de la mano de una importante reactivación, la tasa de interés de mercado sufre presiones alcistas. Para sostenerla en los niveles bajos deseados, la autoridad monetaria tiene que salir a cubrir la demanda excedente de crédito emitiendo dólares, cuando el mercado demanda crédito y no dicha moneda.

En la medida en que el incremento de la oferta de la divisa estadounidense encuentra una demanda local e internacional que la recibe, el valor de ésta no varía; pero, si supera lo que el mercado quiere tener, debe depreciarse. Esa es la situación desde principios de 2002 y se ha vuelto creciente debido al fuerte crecimiento de la economía. El incremento de la demanda interna que financia la Reserva Federal se traduce en un creciente excedente de compras de bienes y servicios al resto del mundo; por ende, en un aumento de la exportación de dólares. Para que los estadounidenses y extranjeros acepten tanta oferta de dólares, su precio debe bajar, que es lo mismo que sucedería con cualquier otro bien del que se produce más de lo que se demanda.

Hasta acá, una explicación de lo que está sucediendo en el mercado del dólar. Sin embargo, no hemos demostrado que es esta última moneda la que está bajando y no el euro el que la fuerte baja del dólar que tiene lugar desde hace dos años, pero que empezó a generar preocupación desde finales de 2003, el secretario del Tesoro de los EE.UU., John Snow, dijo que «un dólar fuerte es del interés de los EE.UU.». Más allá de esta expresión de deseo, no parece que ésta hoy

sea una realidad, ni que lo vaya a ser en el corto plazo.

Muchos medios y analistas consideran que la responsabilidad de esta situación es de los «déficit gemelos». Se supone que, ante el saldo negativo creciente de las cuentas fiscales y de la cuenta corriente del balance de pagos, surgen las dudas sobre la capacidad de conseguirles financiamiento, lo que obligará a buscar el equilibrio con una depreciación del dólar. De esta forma, se incrementarán las exportaciones y disminuirán las importaciones de bienes y servicios, cerrando la brecha.

Esta hipótesis supone que alguien puede gastar más de lo que tiene sin contar previamente con financiamiento. Si cada uno de los lectores lo piensa, eso no nos ocurre individualmente. Un país es la sumatoria de sus residentes, por lo que tampoco lo puede hacer. Por lo tanto, alguien debe decidir financiar su demanda interna; permitiéndole a ésta superar su capacidad de producción y generar un déficit en cuenta corriente. Pero la existencia del financiamiento es previa a la posibilidad de gastar.

En otros países, una fuente de financiamiento es la salida de reservas internacionales. En cambio, en el caso de los EE.UU., ellos son los productores de dólares y los exportan, pero la venta al exterior de este bien no figura en su balance comercial. Si lo hiciera, seguramente el déficit en cuenta corriente sería sustancialmente menor.

El productor de dólares se llama Reserva Federal de los EE.UU. y decidió llevar las tasas de interés del mercado a niveles de 1% está subiendo. El mercado del oro puede ayudarnos a ver qué está pasando, ya que es bastante estable. Su precio en dólares evolucionó, aunque con cierto rezago, igual que la moneda común europea. Es lógico que el mercado cambiario muestre la evolución del valor de una moneda con mayor rapidez que uno de un bien; aunque, dentro de

éstos, el comentado metal es uno de los que más rápido reaccionan. Cabe aclarar que algunos bienes también pueden mostrar problemas derivados de excedentes de oferta o demanda de su propio mercado que impliquen, respectivamente, una menor o mayor ganancia de precio respecto del dólar.

- Traslado

Por otro lado, la estabilidad de los índices de precios de EE.UU. parece desincentivar a la Reserva Federal a tomar medidas respecto de la depreciación del dólar. Sin embargo, si esta tendencia se sostiene en el tiempo, está probado que demora entre 6 y 9 meses trasladarse a los precios al productor (IPP) de los bienes y servicios de la economía, para luego impactar en el índice al consumidor. Además, estos últimos, ante el actual incremento de la demanda interna, tienen una tendencia mayor a subir, ya que están compuestos mayoritariamente por bienes y servicios que dependen de ella y que tienen que mejorar sus valores relativos respecto de los comercializables internacionalmente, que componen mayoritariamente el índice de precios IPP.

Por lo tanto, se corre el peligro de que los EE.UU. estén gestando presiones inflacionarias que empezarán a verse avanzado este año. Si esto no se prevé con tiempo, luego implicará hacer mayores correcciones de la tasa de interés, absorbiendo gran cantidad de liquidez para poder paliar el problema.

En el cortísimo plazo, la Reserva Federal no parece dispuesta a cambiar su posición y, hasta tanto, el dólar seguirá depreciándose. Sin embargo, algunos prevén que el Banco Central Europeo pueda bajar su tasa de referencia, aumentando la oferta de euros para evitar que la caída del dólar respecto de su moneda dañe su comercio exterior. Esto solamente implicaría que la divisa común europea, hoy estable, empezaría a depreciarse, lo cual disminuiría la merma del valor del dólar respecto de ella.

¿Y... DÓNDE ESTÁ LA INFLACIÓN? Por Aldo M. Abram

El presidente de la Nación amenazó con la intervención del Estado a los empresarios que gesten subas exageradas de precios. Por otro lado, muchos de mis colegas muestran preocupación por las presiones inflacionarias que pueden generar los aumentos de sueldo por decreto del PE. Creo que ambas posiciones se fundan en errores conceptuales.

En primer lugar, no todos los empresarios pueden subir sus precios ante una suba del gasto interno. En este caso, si aquellos que producen bienes que son exportables intentaran subir sus precios internos por arriba de los netos que reciben del exterior, se encontrarían con que otros competidores buscarían lo mismo y, por ende, el aumento de la oferta mantendría los valores domésticos.

Por otro lado, quienes compiten con productos importados no podrán subir sus precios sin quedar fuera de competencia con los importados, lo cual asegura que no podrán aumentarlos. La única forma que cuenta este sector para aumentar sus propios precios es lograr que el Gobierno aumente la protección contra los competidores extranjeros y suba los valores de ingreso al país de los mismos. Por ejemplo, esto justifica las presiones de ciertos sectores para establecer restricciones a productos brasileños; a pesar de que el valor de la moneda de este país está aumentando respecto del peso, lo que mejora la posición de los productores locales. Dado que el Gobierno está cediendo a estas presiones, no deberían quejarse de que aumenten sus precios.

Los únicos que pueden aumentar sus precios cuando se incrementa la demanda interna son los que producen bienes y servicios, fundamentalmente estos últimos, que no exportan ni tienen competencia externa. Sin embargo, éstos son los que vieron caer fuertemente sus precios respecto de los otros

sectores en el momento de la devaluación y con la recesión. Cuando la economía se va recuperando es lógico esperar que esos sectores vayan aumentando sus márgenes hasta llevarlos a niveles razonables. Esto no es inflación ni avaricia desmedida de los empresarios; simplemente es el volver lentamente a la situación de una economía con una relación de precios entre sectores más normal.

Tampoco es preocupante que los precios puedan aumentar por los incrementos de sueldos por "decreto". Estos generan un incremento de los costos de los productores que implicará un simple cambio de precios relativos. Al no generarse riqueza, sino solamente una transferencia de recursos de los empresarios a los trabajadores, los primeros disminuirán su gasto e inversión en la misma medida en que lo aumenten el de los asalariados. Al haber sólo una variación marginal de la demanda interna total, algunos sectores podrán subir sus precios y otros deberán bajarlos ante la caída de la demanda en su sector, ya que el país en su conjunto no puede gastar más de lo que tiene.

El verdadero defecto de esta política de aumentos de sueldo "por decreto" es el desincentivo a generar puestos de trabajo y el fomento de la informalidad en el mercado laboral, por lo que el verdadero perjudicado es quien no tiene trabajo. La inflación, más allá de un aumento coyuntural, se irá acomodando con los ajustes de los precios relativos al nivel de inflación de largo plazo que está justificado en otros factores.

La inflación no es el aumento generalizado de los precios. En la Argentina, los valores de los bienes y servicios se miden con un "metro" llamado peso, el cual a su vez es un bien más que tiene una demanda y una oferta. Los tenedores de la moneda nacional la demandamos porque nos es útil como unidad de cuenta para comparar precios,

como reserva de valor (ahorro) y como medio de pago. En tanto, el oferente es un monopolista: el Banco Central.

La medida de la deflación

Como en cualquier bien, si su demanda supera su oferta, el precio sube: la moneda se aprecia. Esto implica que el "metro" se agranda y todo lo que midamos con él se "achica" (deflación). Si el Banco Central imprime más de lo que se demanda, su valor baja, el "metro" se reduce y todo lo que midamos con él "crece" (inflación).

La devaluación, que fue seguida e incentivada por un enorme incremento de la oferta de pesos, hizo que el "metro" se achicara y eso justifica los aumentos generalizados de precios. Por otro lado, la caída de la demanda interna y los controles de precios sobre las empresas de servicios públicos fueron liberando esta presión al alza en forma lenta, luego del primer gran reacomodamiento inicial.

Por otro lado, la estabilidad del valor del dólar lograda por el Banco Central desde mediados de 2002 ha generado una percepción de estabilidad en el valor de nuestra moneda, en una economía que sigue mentalmente dolarizada. Sin embargo, nuestro "metro" ha seguido perdiendo valor de la mano de la caída del dólar. Hemos tenido una situación ideal para el manejo de la política monetaria. Desde inicios de 2002, el dólar ha caído 35% y nuestra moneda ha caído con él, pero sin generar presiones inflacionarias domésticas y dándole el gusto al Gobierno de lograr un tipo de cambio real alto. Además, para acompañar la pérdida de valor del dólar hubo que depreciar el peso argentino, para lo cual había que aumentar fuertemente su oferta. Esto incentivó la demanda interna y produjo bajísimas tasas de interés (aunque esto último también se

justifica en un distorsionado sistema financiero).

Si el dólar hubiera permanecido en sus valores de fines de 2001 y el peso se hubiera depreciado todo lo que realmente se cayó hasta ahora, hoy el tipo de cambio sería de \$4,55, lo cual no suena tan bajo como \$3,00. La baja del dólar tarda en generar presiones inflacionarias en EE.UU. porque los estadounidenses confían en su moneda, pero de continuar esta tendencia los precios subirán. En la Argentina, una baja del precio del peso (visualizada como suba del dólar) genera rápidamente una suba de precios domésticos. Sin embargo, si el peso se deprecia de la mano de la moneda estadounidense, esto no sucede y los plazos son similares a los de la potencia del Norte. ¿Por qué? Porque los argentinos también confiamos en el dólar.

Por eso, es un riesgo para la Argentina que el dólar pueda subir fuerte a nivel internacional por una profundización de la política monetaria contractiva de la Reserva Federal. En ese momento, el Banco Central deberá optar por dejar que el dólar suba, lo cual generará presiones inflacionarias, o seguir la suba de dicha moneda. Esto solamente podrá lograrlo con una fuerte disminución de la expansión monetaria o, aún, con cierta contracción. Entonces, los resultados no serán tan agradables, ya que eso afectará negativamente la demanda interna, subirá las tasas de interés y bajará el tipo de cambio real, generando un conflicto con el PE.

Conclusión: si el dólar no se aprecia demasiado, no hay peligro de una inflación mayor a la pronosticada por el BCRA. Sin embargo, si hay una fuerte apreciación de la moneda estadounidense, la autoridad monetaria deberá optar entre un tipo de cambio real alto o una baja inflación.

Ámbito Financiero Pág.16

<http://www.ambito.com/diario/portada/noticiahs.asp?id=246382&seccion=Internacionales&fecha=26/10/2005>

SI EE.UU. SUBE LAS TASAS, ¿QUIÉN NOS DEFENDERÁ?

Por Lic. Aldo Mario Abram

Existe consenso sobre que el resultado electoral no cambiará el actual rumbo económico. Entonces, ¿dónde están los riesgos para la economía argentina? Los temblores de los mercados internacionales de las últimas semanas deberían habernos alertado de que los «vientos de cola» con que nos favoreció el mundo desde 2002 podrían estar por cambiar. Nuestros mercados evolucionaron «al son» de la incertidumbre internacional; lo que deja claro que la Argentina no está tan aislada de los flujos de capitales internacionales. De la misma forma que los pequeños «sacudones» nos generaron remezones, un terremoto podría derrumbar nuestros mercados y el financiamiento de nuestra economía.

Por otro lado, desde finales de 2001, el dólar se depreció casi 40%. El motivo fue la decisión de la Reserva Federal de llevar su tasa de interés de 6,5% (en diciembre 2000) hasta 1% (en junio de 2003) para dinamizar la anémica economía norteamericana. De esta forma, se alimentó con gran cantidad de dólares la demanda interna. En tanto, el gobierno de Bush empezó a revertir la tendencia al superávit fiscal de la anterior gestión, volviéndolo un déficit que fue batiendo récords año tras año.

- Presión

La necesidad de financiamiento del sector público presionó en forma creciente sobre el mercado de crédito, incentivando una tendencia a la suba de las tasas. La Reserva Federal, en su afán de sostener a niveles bajos los tipos de interés, tuvo que proveer el excedente de demanda de financiamiento emitiendo dólares. Esta moneda no era demandada, ya que la economía norteamericana quería crédito para gastar y, por ende, el valor de la divisa

estadounidense empezó a caer. De hecho, esto es lo que pasa con cualquier bien del que se produce más de lo que la gente quiere.

La reactivación económica de los EE.UU. impulsó, también, la demanda de crédito del sector privado, alimentando la necesidad de la Fed de sostener la tasa de interés proveyendo la liquidez necesaria. El problema es que el dólar es la unidad de cuenta con la que se miden los precios de los bienes y servicios en su economía, pero también los comercializables internacionalmente. Por lo tanto, al reducirse el «metro», empezó a «crecer» todo lo que se medía con él, incluido el precio de nuestras exportaciones.

- Inflación

Desde principios de 2002, en los EE.UU., aunque desde niveles muy bajos, se empezó a notar una tendencia creciente de la inflación. Hasta ahora, la tozudez de los analistas de mirar el índice «core», al que se le quita el impacto de las variaciones de precios de la energía y los alimentos, permitió que este proceso pasara inadvertido o, más bien, ignorado.

Mirar una canasta de forma arbitrariamente parcial y pretender notar las presiones inflacionarias subyacentes puede implicar quedarse oteando el horizonte hacia el lugar equivocado. El cambio de la demanda internacional generado por el fuerte crecimiento de las economías del este asiático, mezclado con algunos problemas en algunos mercados de bienes en particular, implicó que los precios relativos de los commodities primarios tuvieran que mejorar.

Ahora bien, si los precios de la energía y los alimentos están creciendo, acaparan una mayor proporción del gasto estadounidense. Dada la restricción presupuestaria de todo consumidor, ese fenómeno hace que se gaste menos en los otros sectores, que son los que componen el core; los cuales tendrán menos posibilidad de aumentar sus precios.

Esto es lo que se aprecia, en los EE.UU., cuando se verifica que el índice «core» crece menos que el índice de precios al consumidor. Sin embargo, la canasta de consumo total está aumentando sensiblemente sus precios en el tiempo (1,2% mensual en setiembre, máximo desde Carter, en marzo de 1980) y esto es consecuencia de la depreciación de la unidad de cuenta: el dólar.

Las subas graduales de tasa (de a cuarto de punto porcentual), que empezaron en junio de 2004 y con las que la Reserva Federal intentó detener la depreciación de su moneda, tuvieron un resultado positivo débil y efímero desde finales de ese año y hasta mediados del corriente. En los últimos meses, el valor de la divisa estadounidense se derrumbó. Si esta suba lenta de sus tasas de referencia no es exitosa, deberá comenzar a aumentarlas, por lo menos, de a medio punto y seguramente buscar niveles superiores a los hasta hoy esperados. Esto generaría una fuerte contracción internacional de la liquidez y una creciente tendencia a la suba del dólar en el mundo.

- Coincidencia

Es posible demostrar que todas las crisis económicas argentinas «coincidieron» con fuertes procesos de contracción de liquidez internacional o apreciación del dólar. Por ende, si esto ocurre, ¿quién podrá defendernos? El único que puede evitar que repitamos viejas historias es el actual gobierno de Néstor Kirchner. Y la clave está en qué harán sus funcionarios con los dos pilares básicos del actual modelo: el mantenimiento de la solvencia fiscal y una política monetaria que busca mantener la inflación controlada y que no debe llegar a niveles intolerables para la sociedad ni espiralizarse, aunque pueda ubicarse en niveles altos.

Si la esperable tendencia recesiva que se abatirá sobre la economía argentina lleva al gobierno a abandonar sus objetivos de superávit primario elevados y no se logra un acuerdo con el FMI y/o, en la búsqueda de sostener un «tipo de cambio real alto», se permite una fuerte suba del dólar y de la inflación, no habrá forma de evitar una crisis, con todos los costos que ello significa y que ya hemos vivido. Por lo tanto, empecemos a rezar para que Alan Greenspan y su sucesor tengan éxito en evitar las presiones inflacionarias sin tener que subir demasiado los intereses y, en segundo lugar, para que el gobierno entienda que lo peor para enfrentar un terremoto es demoler los pilares que sostienen el edificio donde nos encontramos.

La Nación http://www.lanacion.com.ar/nota.asp?nota_id=774290&high=aldo%20abram

NO HAY QUE JUGAR AL BORDE DEL ABISMO

Por Lic. Aldo Mario Abram

Cuando utilizamos 34% de las reservas internacionales del Banco Central debilitándolo en su capacidad para enfrentar una corrida, muchos argumentaron que no importaba; ya que no se esperaba ninguna crisis. De más está decir que las crisis no se preñan y, de hecho, la probabilidad de que el panorama internacional se complique viene creciendo.

Ante el estancamiento económico que vivió Estados Unidos desde fines de 1999 y los bajos índices inflacionarios, la Reserva Federal, o Fed, (el banco central estadounidense) decidió empezar una seguidilla de bajas de tasas de interés que la llevaron desde más de 6% a apenas un 1% en el tercer trimestre de 2003. El resultado fue exitoso y se revirtieron las tendencias deflacionarias y la evolución negativa del PBI.

Sin embargo, a partir de 2001, el gobierno de EE.UU. pasó a tener un creciente déficit presupuestario y la economía empezó a crecer fuertemente. Ello implicó un importante aumento de la demanda de crédito y una presión al alza de las tasas de interés. La Fed se negó a convalidar este aumento y mantuvo sus rendimientos de referencia; lo que implicó emitir crecientemente para cubrir el aumento de la demanda de crédito. El problema es que se emitían dólares y la gente no los demandaba como tales sino para gastarlos.

Por lo tanto, la moneda empezó a depreciarse y el impacto sobre los precios no tardó demasiado; ya que, a partir de mediados de 2002, el índice de precios al consumidor empezó a mostrar una continua tendencia ascendente. Cuando a mediados de 2004 las perspectivas inflacionarias se volvieron preocupantes, la Fed buscó consolidar el valor del dólar con subas graduales de sus tasas, que neutralizaran las

presiones alcistas de la creciente demanda de crédito.

A principios de 2005, la autoridad monetaria parecía lograr mantener controlada la depreciación del dólar. Sin embargo, la contención duró poco y en el segundo semestre la moneda volvió a tomar una fuerte tendencia descendente. En el mundo, empezó a buscarse una cobertura por medio del oro, que siempre es refugio seguro ante escenarios de crisis o alta inflación. Si uno observa la cotización promedio del oro luego de la gran crisis de los 70, tomando los promedios de los últimos 5, 10, 15, 20 y 26 años, los valores siempre resultan de entre US\$ 330 a US\$ 380 la onza. Hoy su valor supera los US\$ 550, lo cual no es una buena señal; ya que el oro sólo alcanzó niveles tan altos en momentos previos a una crisis o de repunte de la inflación.

Desde distintas visiones económicas, muchos analistas siguen pronosticando la caída del dólar. No obstante, los que miran el déficit en cuenta corriente, consideran que es necesaria una baja del dólar para aumentar la competitividad de las exportaciones estadounidenses y para encarecer las importaciones. Los que consideramos que el problema es que la suba de tasas que la Fed ha llevado a cabo no ha sido suficiente para neutralizar las presiones ascendentes de la creciente demanda de crédito, también pronosticamos que el dólar seguirá perdiendo valor si éstas políticas no se vuelven más agresivas.

¿Cuál es el problema entonces? En octubre y noviembre de 2005, los índices de precios de EE.UU. quebraron la tendencia ascendente de tres años. Sin embargo, en diciembre el índice de precios al productor tendió a recuperar casi toda esa caída despertando una señal de alerta, aunque los precios minoristas aun no han reflejado dicha suba.

No sería la primera vez, en una fuerte tendencia ascendente, que los precios se dan un respiro de dos o tres meses para luego volver a saltar.

Ojos que no ven...

Por otro lado, se dice que no hay peor ciego que quien no quiere ver. Para seguir la tendencia inflacionaria, la mayoría de los analistas mira la evolución de un índice de precios al consumidor del que se excluyen los precios de los alimentos y la energía, que son muy volátiles. Precisamente, es el fuerte crecimiento del este de Asia que ha incrementado fuertemente su demanda y, como consecuencia, los precios de estos commodities. Por lo tanto, dada la restricción de ingresos que tiene la gente, si algo de su canasta de consumo tiende a subir, baja su demanda y la de otros bienes hasta que los precios de éstos ajusten y se acomoden a la capacidad de gasto. Por lo tanto, la única forma en que otros bienes o servicios no bajen sus valores es que la suba de precios sea generalizada. Es decir que la inflación que genera el Banco Central permita hacer un ajuste de valores relativos con todos los precios al alza.

Dado que lo que sacan estos analistas del IPC es lo que está subiendo por razones estructurales y a su vez la de mayor ponderación en el indicador, miden la tendencia de los precios en rubros que no tiene mucho margen para subir. Conclusión: no ven la inflación que se percibe en el índice total y en la pérdida de valor del dólar.

Si con el tiempo se demuestra que la inflación recupera nuevos bríos, la Fed no podrá permanecer indiferente. Por ende, a partir del segundo trimestre, sus tasas de referencia podrían empezar a subir de a medio punto porcentual y alcanzar niveles no inferiores al 6 por ciento. Lo malo es que,

cada vez que esto sucedió, la Argentina vivió una fuerte crisis. Esto se debe a que, ante un tormentoso escenario internacional, los capitales abandonan las economías más riesgosas, como la nuestra.

En los últimos años, la depreciación del dólar nos favoreció haciendo subir el precio de los commodities que exportamos. Además, el Gobierno pudo mantener un "tipo de cambio alto" siguiendo con el peso la desvalorización del dólar. Pues bien, la contracción monetaria que imprimirá la Reserva Federal dado el escenario planteado tendrá como objetivo aumentar el valor de su moneda, por lo que los vientos favorables se revertirán.

Antes de pagarle al FMI, la relación entre las reservas internacionales y los pasivos financieros del Banco Central daba un tipo de cambio de 3,50 pesos. O sea, ante una corrida cambiaria, si hubiera querido, la autoridad monetaria hubiera podido torcerle el brazo al mercado antes de tocar ese valor del dólar. Ahora, la relación da \$ 5,20; lo cual implica que las chances de éxito de vencer una corrida se ubican, largo, por encima de los 4 pesos.

Por todo ello, sería aconsejable que el Banco Central y el Gobierno priorizaran la recomposición de las reservas, minimizando la emisión de pesos y, por ende, la inflación doméstica. Ello debería darse básicamente a través de endeudamiento de la autoridad monetaria, ahorro fiscal y colocaciones de títulos del Estado. Entonces, ante una crisis internacional, si el gobierno entiende que la mejor forma de enfrentarla es manteniendo la solvencia fiscal, controlando la inflación y el alza del dólar (seguramente, vendiendo reservas), el costo social y económico que debiéramos pagar sería bajo. Si no, lamentablemente repetiremos viejas y tristes historias de nuestro pasado.

HAY ESPACIO PARA NUEVAS CRISIS

Por Lic. Aldo Mario Abram

Con la caída del Muro de Berlín y la URSS, algunos se apresuraron a anunciar "el fin de la historia". Ahora, se pronostica "el fin de las crisis", dadas las grandes ganancias de los inversores y la bonanza que ha traído a los países de América latina el auge que vive el mundo en los mercados de activos financieros e inmobiliarios, basados en una gran liquidez internacional y economías del este de Asia que crecen fuertemente en la medida que avanzan hacia el capitalismo. ¿Será verdad o será sólo la necesidad de creer que las ganancias y los árboles pueden crecer hasta el cielo?

Sumémonos al mundo. Las crisis no existen pero:

Estados Unidos: ante el estancamiento que vivió su economía desde finales de 1999 y los bajos índices inflacionarios, la Reserva Federal decidió bajar sus tasas de interés desde 6% a apenas un 1% en el tercer trimestre de 2003. Si bien el resultado fue exitoso, a partir de 2001 el gobierno de EE.UU. pasó a tener un rampante déficit presupuestario y la economía empezó a crecer fuertemente. Ambas cosas implicaron un importante aumento de la demanda de crédito y una presión al alza de las tasas de interés, que la Reserva Federal se negó a convalidar. Para cubrir el aumento de la demanda de crédito, tuvo que emitir gran cantidad de dólares que la gente no demandaba para atesorarlos, sino para gastarlos.

La moneda norteamericana empezó a depreciarse y hacia mediados de 2004, las perspectivas inflacionarias se volvieron preocupantes. Para revertir estas tendencias, la Reserva Federal instrumentó subas graduales de sus tasas de referencia, que neutralizaran las presiones alcistas de la creciente demanda de crédito. Aunque el dólar no se fortalece, la apuesta generalizada

es que la suba de la Federal Fund Rate a 5% o 5,5% mantendrá los bajos índices de precios actuales. Pero ¿si fuese necesario llevarla a 6,5%? La fuerte contracción de la liquidez ¿no afectará los flujos de capitales? La rápida apreciación del dólar, ¿no precipitará la baja de los commodities y de los activos financieros e inmobiliarios? Una agresiva suba de la tasa de EE.UU. ¿no arrastrará las de Europa y Japón? Todo esto ¿cómo afectará las economías emergentes?

Europa: los principales países de Europa están encontrando dificultades políticas para encarar las reformas estructurales necesarias para minimizar los costos en bienestar y actividad económica que implica la adaptación a la nueva revolución mediática e informática. A pesar de la excelente tarea realizada por el Banco Central Europeo para mantener estable el valor de su moneda, el euro, son constantes los embates en su contra que recibe de parte de quienes no quieren enfrentar un mundo que cambia y les es más fácil echarle la culpa a la joven moneda única. ¿Pueden las revueltas sociales y la resistencia al cambio de alemanes, franceses y otros europeos quebrar la solidez del euro? Los dolores de parto de la nueva economía europea ¿matarán el proceso de profundización de la Unión? Un aumento de la percepción de riesgo o una fuerte contracción de la liquidez internacional ¿podrían sumir a la UE en una crisis económica?

La Argentina: el proceso de recuperación económica de los últimos años se basó en una política monetaria y cambiaria que mantiene controlada, aunque alta, la inflación y en un elevado superávit fiscal primario. Sin embargo, para el Gobierno, el motor del crecimiento es el Estado. Sacarle un peso al sector privado y gastarlo desde el sector público genera crecimiento. Por ello, la presión tributaria se ubica en niveles records

y no interesa asignar parte del enorme aumento de la recaudación a la búsqueda de un sistema impositivo más justo y eficiente. Mantener la solvencia fiscal es un costo que es necesario asumir para poder aplicar el resto de sus políticas:

El Estado determina el modelo económico, por lo que debe intervenir para fijar los precios relativos, dirigir la inversión hacia donde lo considere conveniente, influir arbitrariamente en la determinación de los costos empresarios, estatizar las obras de infraestructura o directamente los servicios públicos (correo, energía, aeronavegación, ferrocarriles, aguas, etcétera).

El principio básico de gestión es la redistribución del ingreso, no solamente a través del gasto estatal asistencialista, sino de aumentos de sueldos por decreto, cambios en las condiciones laborales, congelamiento de tarifas de servicios públicos, acuerdos o controles de precios, restricciones a las exportaciones, etcétera.

Con una política monetaria de tipo de cambio alto que lleva a niveles de inflación alto, la gente ¿no podría empezar a huir del dinero? Los acuerdos de precios ¿no terminarán en el establecimiento de precios máximos? Los aumentos de retenciones y las prohibiciones de exportar ¿no se volverán una constante?

Las empresas de servicios públicos vieron quebrados unilateralmente por el Estado sus contratos y las normas que los regulaban. Con tarifas congeladas y una gran incertidumbre sobre su evolución futura no habrá inversiones. Cuanto más alta sea la inflación, habrá menos chances de que el Gobierno suba las tarifas, pero también será menor el valor real de lo que cobran las prestadoras. ¿Cómo acaba este círculo vicioso? ¿Hasta cuándo la acumulación de inversiones anterior a la crisis permitirá sostener la cantidad y calidad de las prestaciones? ¿Cuántos servicios públicos terminará reasumiendo total o parcialmente el Estado?

Conclusión: las crisis no existen pero, que las hay, las hay.

De hecho, se pueden dar otros ejemplos además de los expuestos, desde una pandemia de gripe aviaria hasta algún conflicto de magnitud en alguna parte neurálgica del mundo.

Por ende, los gobiernos, las empresas y los inversores deben actuar con prudencia previendo los riesgos y posicionándose adecuadamente ante ellos.

EL "FIN DE LA CRISIS" NO ES REAL

Por Lic. Aldo Mario Abram

Cuando el Gobierno decidió utilizar las reservas internacionales para pagarle al Fondo Monetario Internacional, advertí que más allá del avasallamiento institucional que significaba, no era prudente. Se debilitaba al Banco Central de la República Argentina en su capacidad de enfrentar una corrida cambiaria o bancaria.

Si bien no era esperable una crisis en el corto plazo, éstas por lo general no se preñuncian. Recomendé que volvieran a recomponer las reservas rápido, ya que el escenario económico internacional se complicaría hacia mediados de 2006.

Hasta ahora, la autoridad monetaria compró gran cantidad de divisas (más de 5000 millones de dólares) y hoy está más sólida. El 2 de abril, en una columna en estas páginas y frente a la prédica de muchos economistas y analistas sobre "el fin de las crisis", expuse que a partir de este segundo trimestre las turbulencias externas se agravarían y eso complicaría también a la Argentina.

Hace tiempo, en el tercer trimestre de 2005, el entonces presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos, Alan Greenspan, se presentó en el Congreso de su país y dijo que todas las grandes crisis de la historia fueron precedidas por grandes auges de confianza.

Además, agregó que estaba preocupado por la posibilidad de haber generado un aumento tal del optimismo y la bonanza en los mercados que derivara en una crisis que tuviera que enfrentar su sucesor. Lo bueno de esta declaración es que en ese momento ni siquiera se conocía el nombre del actual presidente de la Fed, Ben Bernanke. Esto quita sustento a las responsabilidades que se le adjudican por la volatilidad actual de los mercados.

¿Qué nos trajo hasta acá? Para superar un incipiente estancamiento económico, la Reserva Federal de Estados Unidos llevó las tasas de interés al 1 por ciento en 2003. Esto coincidió con un fuerte aumento de la demanda de crédito por el creciente déficit del gobierno estadounidense, que la Fed se vio obligada a proveer emitiendo dólares para que la tasa no subiera. La exitosa reactivación adicionó una suba de la demanda de financiamiento por parte del sector privado, que nuevamente se proveyó con un aumento de la oferta de moneda.

El problema es que todos demandaban crédito para gastar y no para atesorar divisas. Por ende, no es de extrañar que la oferta excediera la demanda y el dólar se desvalorizara fuertemente desde 2001. A mediados de 2004, ante las presiones inflacionarias, la autoridad monetaria de Estados Unidos empezó a subir gradualmente sus tasas de referencia. Sin embargo, esta alza puede haber llegado demasiado tarde y sido demasiado lenta para evitar el crecimiento del excedente de emisión. Por ello, la continua desvalorización del dólar que en 2005 potenció una caída de su demanda y la cobertura con oro.

Lamentablemente, las fuertes ganancias que se hicieron en los mercados financieros y el incentivo de la actividad económica de esta abundancia de liquidez llevaron a los analistas e inversores a predicar el fin de las crisis. ¿Quién quería ver hacia adelante un mundo donde no fuese tan fácil ganar dinero o en el que las economías no crecieran tanto? Por ello, las turbulencias en los mercados continuarán de la mano de una mayoría de analistas e inversores que siguen empeñándose en encontrar en cada señal la posibilidad de mantener un enorme excedente de liquidez y no pagar las consecuencias.

Sin embargo, les guste o no, las tasas subirán por lo menos otro medio punto y todos aquellos activos financieros e inmobiliarios que tuvieron un "boom" gracias a los excedentes de fondos verán recortar sus valores de la mano de una caída de la liquidez mundial.

No solamente nuestros políticos parecen haberse tentado con "el fin de las crisis". Tampoco el sector privado parece estar atento para preverlas. Quizás hoy estemos mejor posicionados para enfrentar mercados internacionales más turbulentos. Les hicimos pagar nuestra deuda a los acreedores, con una enorme quita, y a nuestros hijos y nietos, ya que "pateamos" su vencimiento para dentro de 30 años o más.

Tormenta o tifón

Por lo tanto, en el corto plazo con los actuales niveles de ahorro estatal se puede manejar la deuda pública. Sin embargo, no conviene que se sigan escuchando los "cantos de sirena" de algunos en el Gobierno que buscan mayores aumentos de gasto o utilizar las reservas de libre disponibilidad para seguir precancelando deuda con organismos internacionales o con el Club de París.

Además, es necesario obligar a las provincias a mantener la austeridad aun ante el año electoral que se aproxima. Seguimos esperando que la Argentina navegue, sin demasiado daño, en un mar embravecido. Pero ¿qué pasaría si la Reserva Federal tuviera que subir las tasas al 6,50% o más para contener la baja del dólar? La tormenta podría transformarse en tifón y nuestra capacidad de supervivencia dependerá de la solidez con la que encuentre a nuestro barco.

La Nación Sección 2 - Pág.3

http://www.lanacion.com.ar/nota.asp?nota_id=950731&high=fed%20liquidez%20mercado%20a%20dicto

LA FED DA LIQUIDEZ A UN MERCADO ADICTO

Por Lic. Aldo Mario Abram

El Banco Central Europeo decidió no bajar su tasa de interés de referencia y manifestó su preocupación por las presiones inflacionarias que puede generar la depreciación del euro. Fue el pasado 4 de octubre. Esta prioridad por defender el valor de su moneda y no las inversiones en los mercados de activos financieros contrasta con la actitud de la Reserva Federal.

El 18 de septiembre, la autoridad monetaria de los Estados Unidos, que dirige Ben Bernanke, bajó su tasa de referencia en medio punto porcentual, al 4,75%, en respuesta a las súplicas de los operadores de los mercados internacionales. La concepción de fondo implícita en esta decisión es que esto ayudará a asimilar con menor costo la crisis puntual del sector inmobiliario e hipotecario estadounidense, que genera las turbulencias que vive el mundo actualmente.

Sin embargo, creo que lo que estamos viendo es más de lo mismo y responde a las mismas prescripciones del anterior presidente de la Fed, Alan Greenspan, que pretendió mantener los mercados y la economía en un continuo auge inyectándole dosis crecientes de liquidez. En mi opinión, esta estrategia no es sustentable en el tiempo, puede llevar a una gran crisis internacional y termina por transferirles las pérdidas a los tenedores de dólares estadounidenses.

Para obtener un diagnóstico correcto, tenemos que mirar qué pasó en Estados Unidos desde principios de este nuevo siglo. Cuando su economía amenazaba con pasar de un estancamiento a una recesión, la Reserva Federal, en pos de alentar la demanda interna, le inyectó fuertes dosis de liquidez, bajando su tasa de referencia hasta un 1 por ciento.

Cabe aclarar que Greenspan no era la primera vez que utilizaba esta estrategia y, para algunos, ya las complicaciones económicas de entonces eran el resultado de esas anteriores políticas expansivas.

Cuando asumió el presidente George Bush empezó a desandar el camino de superávit fiscal de la administración de Clinton y aumentó la demanda de crédito del Estado. Esta situación empeoró a partir de los ataques terroristas del 11 de septiembre de 2001. Luego, en 2003, el nivel de actividad comenzó a acelerarse y el sector privado también incrementó su demanda de financiamiento. Ante esas presiones al alza sobre la tasa de interés de mercado y para evitar que subiera por encima de la que había fijado como referencia, la Reserva Federal respondió comprando, con emisión, bonos del Tesoro.

El problema es que la gente y el gobierno demandaban crédito para gastar y la Fed les daba dólares, que no necesariamente contaban con una demanda para atesoramiento. Ahora, si un bien se produce más de lo que la gente quiere, éste baja su precio; lo cual le pasó a la moneda estadounidense desde 2002.

Dado que era la unidad de medida de los valores de los bienes y servicios en los Estados Unidos y del comercio internacional, pronto la reducción del metro se empezó a notar en el alza de la inflación interna y de los valores de los bienes y activos financieros e inmobiliarios mundiales.

No solamente la Fed flexibilizó su política monetaria, sino que fue seguida por otros bancos centrales del mundo, por lo que no extraña la generalizada percepción de una potencial alza de la suba de precios. En pos de mejorar los menguantes rendimientos,

este flujer generoso de la liquidez incentivó a los inversores a asumir riesgo en forma exagerada, no sólo en el mercado hipotecario estadounidense, sino también comprando activos de economías emergentes como la nuestra, lo cual bajó los índices de riesgo país a niveles récord históricos.

Freno a la inflación

No obstante, desde 2004, la Reserva Federal decidió combatir la aceleración de la inflación y aumentó nuevamente la Federal Fund Rate. Pronto se sumaron otros bancos centrales; hacia fines de 2005, había un amplio consenso entre inversores y analistas sobre la necesidad de un "aterizaje suave" o ajuste moderado de los mercados, el que fue pronosticado para 2006.

Luego de nuevos récords en los precios de los activos financieros, en mayo empezó a crecer la expectativa de un ajuste y los mercados comenzaron a responder en consecuencia. El problema fue que el "aterizaje [excesivamente] suave" no se estaba produciendo porque se hubiera eliminado la oferta excedente de liquidez. Se debía a la actitud precavida de los inversores, que, ante el incremento del riesgo, aumentaron su demanda de liquidez en activos dolarizados y absorbieron el exceso.

En junio, la Reserva Federal decidió detener en el 5,25% la suba de su tasa de referencia por temor a las señales de debilidad del sector inmobiliario. Para agosto, no solamente quedó claro que no habría nuevas subas, sino que el mercado comenzó a descontar una baja. El avión, lejos de apuntar la trompa hacia abajo y reducir la velocidad para aproximarse a la pista, siguió acelerando y mirando al cielo. Más que un aterizaje, parecía un alunizaje.

La droga de la liquidez volvió a correr fluidamente y, hasta junio de este año, se siguieron batiendo récords de precios e incluso se superó el traspie de los mercados asiáticos de febrero. Sin embargo, todos

sabemos que es imposible que un avión alunice y lo que nos trajo a la Tierra fue la crisis del sector inmobiliario e hipotecario de los Estados Unidos.

Pudimos haber tenido un aterizaje algo brusco y en medio de una tormenta, pero todavía bajo algún control de los pilotos (la Fed, el BCE y autoridades monetarias de los países desarrollados). Simplemente, se necesitaba que los bancos centrales del mundo siguieran proveyendo de liquidez a los bancos para evitar una crisis del sistema financiero. Mientras tanto, se dejó que los precios de activos financieros e inmobiliarios ajustaran a la baja.

Por supuesto, la economía internacional se desaceleraría, ya que también tuvo un impulso artificial por los excesos de liquidez y que debe corregirse, más allá del efecto benéfico que llega de los cambios estructurales que se viven en el este de Asia. Empero, la Fed decidió bajar la tasa de interés e incrementar los excedentes de liquidez existentes, respondiendo complacientemente a los ruegos de un mercado adicto.

Con el resultado de esta nueva inyección y los recursos que tenían acumulados por precaución, los inversores internacionales volverán a salir de compras para maximizar las ganancias de su cartera. Nuevamente veremos precios internacionales récord de activos financieros y de bienes comercializables, de la mano de un dólar que seguirá debilitándose.

El gran beneficiario será el euro, cuya autoridad monetaria sigue priorizando su valor, el crudo y el oro. La droga volverá a llevar a los mercados y a las economías al éxtasis. Lamentablemente, todos sabemos cómo termina esta historia. Si no rehabilitamos al adicto, cada vez necesitará mayores inyecciones de liquidez.

Hasta que un día terminemos matándolo de una sobredosis.

21/09/08

La Nación Sección2 - Pág.2 http://www.lanacion.com.ar/nota.asp?nota_id=1052035

ARGENTINA FRENTE A UN POSIBLE "TSUNAMI" INTERNACIONAL

Por Lic. Aldo Mario Abram

Lo que pasó en la semana es conocido: caída de bancos en Estados Unidos, nacionalización de una buena parte de los créditos basura y, finalmente, optimismo. Pero nadie se preocupó mucho por pensar de dónde van a salir los recursos para pagar el rescate.

El gobierno tiene un enorme déficit fiscal y deberá endeudarse para seguir cubriéndolo y, ahora, también para costear este "salvataje". Esto presionará sobre el mercado de crédito y, en la medida que la Reserva Federal pretenda mantener bajas las tasas de interés de mercado, deberá salir a comprar Bonos del Tesoro de los Estados Unidos para cubrir el exceso de demanda de fondos. En una palabra, con emisión de dólares, estará financiando al Estado. Esta historia es muy conocida por los argentinos, termina con la depreciación de la moneda y con sus tenedores pagando el famoso impuesto inflacionario.

Todo comenzó en 2001, cuando el presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan, inundó de dólares el mundo para evitar que la economía estadounidense empezara un período de contracción. Desde entonces, la Fed, aún con su actual titular Ben Bernanke, se dedicó a tratar de salvar al nivel de actividad y a los inversores del necesario ajuste.

Los argentinos debemos prepararnos para enfrentar mayores tempestades. Hay que agradecer que aún no se hayan usado las reservas internacionales para pagarle al Club de París. Aunque promovemos que se cumpla con los compromisos asumidos, no deben usarse los recursos del Banco Central, que no son del Gobierno, sino el "arsenal" con que cuenta para defender el valor del peso y de nuestros ahorros ante una corrida cambiaria y bancaria. Conviene ser prudentes. Hace pocos meses, y en un marco externo tranquilo, tuvimos una minicrisis interna y ahora nos vemos amenazados por un tsunami internacional.

La incertidumbre mundial ha vuelto riesgosos hasta los activos que se suponía no lo eran; por lo tanto, los inversores tratarán de "tirar por la borda" lo más pesado de su cartera. Entre estas inversiones estarán las de Argentina. Además, los residentes locales empezarán a ser más cautos con sus ahorros y tenderán a transformarlos en monedas extranjeras y colocarlos en el exterior, en una caja de seguridad o en el fondo del armario. De esta forma, se le quitará financiamiento al consumo y la inversión; lo cual, en el mejor de los casos, desacelerará el crecimiento de la demanda interna y obligará a los productores a disminuir el ritmo de incremento de su producción. Si no estalla una gran crisis internacional, el Banco Central podrá pilotear la nave en la tormenta.

Recuperar la imagen

Lamentablemente, el Gobierno nunca se ocupó de reconstruir la credibilidad del Estado, es decir su crédito. El internacional terminó de desaparecer con la intervención del Indec y la estafa generalizada que implicó dibujar a la baja la inflación.

La confianza interna se diluyó con el mal manejo del conflicto con el campo. Ahora, sólo queda "exprimir" a los inversores institucionales (AFJP, por ejemplo) y al exiguo mercado de crédito local. Si la incertidumbre externa se mantiene por demasiado tiempo, la siguiente fuente de recursos serán las reservas internacionales, corriendo el riesgo de desatar una corrida cambiaria y bancaria que será difícil enfrentar exitosamente.

El Gobierno debería mejorar su imagen externa renegociando la deuda con el Club de París y reabriendo el canje. Podía reducir la suba del gasto público y bajar los subsidios; o liberar los precios y establecer una actualización de costos y condiciones de

prestación de servicios públicos de largo plazo, que incentiven la inversión en dichos sectores. O normalizar el Indec o establecer metas de inflación descendentes que deba cumplir la autoridad monetaria o disminuir el

exacerbado intervencionismo y estatismo que ahuyenta a los inversores. Aunque no lo parezca, nunca es tarde para empezar a hacer las cosas bien.

Ámbito Financiero Pág.16

<http://www.ambito.com/diario/portada/noticiahs.asp?id=419666&seccion=Economía&fecha=01/10/2008>

EE.UU. CAE POR ARGENTINIZACIÓN

Por Lic. Aldo Mario Abram

En la Argentina, hemos escuchado a varios funcionarios públicos y economistas hablar de que la crisis muestra el fracaso del modelo de libre mercado y de que el paquete es una solución que muestra un cambio de rumbo. Ninguna de ambas cosas es cierta. Lo que observamos en la potencia del Norte lo podemos definir como el fruto de la «argentización» de la política económica y monetaria estadounidense. En tanto que el paquete de salvataje es sólo una muestra más de ello.

Dado que el gobierno estadounidense tiene déficit fiscal, para poder absorber los activos «basura» de su sistema financiero deberá tomar fondos en el mercado. De esta forma, presionará al alza de las tasas de interés; pero como, hasta ahora, la Reserva Federal ha decidido que ésta debe permanecer en 2%, deberá proveer los recursos necesarios a través de operaciones de mercado abierto. Es decir, el Banco Central emite dólares para comprar bonos del Tesoro de los EE.UU. y financia al gobierno. Esto debería sonarle conocido a cualquier argentino medianamente informado ya que es una historia repetida en nuestro país y terminará de la misma forma que aquí.

El exceso de oferta de dólares presionará a su baja y, dado que es la unidad de medida de los valores de los bienes y servicios en los EE.UU. y del comercio internacional, pronto la reducción del « metro» se notará en el alza de los precios domésticos y de los bienes comercializables. Por lo tanto, los tenedores de moneda estadounidense ayudarán a los contribuyentes de dicho país a sufragar el salvataje, pagando el impuesto inflacionario, o sea, perdiendo poder adquisitivo.

El paquete de absorción de créditos «tóxicos» puede que permita evitar una crisis sistémica en EE.UU., lo que no está mal; aunque no resolverá el problema de fondo. Esta coyuntural «solución» parte del diagnóstico de que un grupo de especuladores se dedicó a prestarle irresponsablemente a gente que quería comprar una vivienda y no calificaba para un crédito. Sin embargo, cuando uno ve lo ocurrido en el mundo, observa que las tasas de riesgo-país de las economías emergentes nunca bajaron tanto como hasta fines de 2006. En tanto, los mercados de activos financieros e inmobiliarios alcanzaron valores récord medidos en dólares en casi todo el planeta. Entonces, parece que en todas partes hubo un incentivo desmesurado a asumir riesgo para ganar un centavo más; lo cual sólo pasa cuando la liquidez abunda y, estos excesos, sólo los pueden generar los bancos centrales. ¿Cómo sucedió?

En el año 2000, la economía de EE.UU. amenazaba con iniciar un proceso de ajuste y se inició un proceso muy «argentino» de acumulación de déficits fiscales extravagantes y de excesos monetarios. En 2001, la Reserva Federal, dirigida por Alan Greenspan, en pos de alentar la demanda interna, empezó a inyectar fuertes dosis de liquidez, bajando su tasa de referencia hasta 1%. Por otro lado, el presidente Bush empieza a desandar el camino de superávit fiscal de la administración Clinton y aumenta la demanda de crédito del Estado; lo que se agravó desde el 11 de setiembre de 2001.

Luego, en 2003, el nivel de actividad comenzó a crecer y el sector privado, también, incrementó su demanda de financiamiento. Ante dichas presiones al alza sobre la tasa de interés de mercado y para evitar que subiera por encima de la que

había fijado como referencia, la Reserva Federal respondió comprando, con emisión, bonos del Tesoro de los EE.UU.

El problema es que la gente y el gobierno demandaban crédito para gastar y la Fed les daba dólares, que no necesariamente contaban con una demanda para atesoramiento. Por lo tanto, el exceso de oferta hizo bajar a la moneda estadounidense desde 2002, incentivando la suba de precios doméstica, de los bienes comercializables internacionalmente y de los activos financieros e inmobiliarios.

Incentivos

En mayor o menor medida, esta política monetaria flexible de la Fed fue seguida por otros bancos centrales, por lo que no extraña que las presiones inflacionarias hayan alcanzado, también, a sus unidades monetarias. Tampoco lo es que, en pos de mejorar los menguantes rendimientos, los inversores se vieran incentivados a asumir riesgo, en forma exagerada.

Desde 2004, la Reserva Federal decidió combatir la aceleración de la inflación aumentando muy gradualmente la Federal Fund Rate. Hacia fines de 2005, había un amplio consenso sobre la necesidad de un «aterrizaje suave» o ajuste moderado en 2006.

En mayo de dicho año, luego de nuevos récords en los precios de los activos financieros, empezó a crecer la expectativa de un ajuste y pareció iniciarse un «aterrizaje (excesivamente) suave». Pero la Reserva Federal, con su nuevo presidente Ben Bernanke, decidió detener, en 5,25%, la suba de su tasa de referencia por temor a las señales de debilidad del sector inmobiliario de los EE.UU. y su impacto negativo en la economía. Para agosto, quedó claro que no habría nuevas subas e, incluso, los inversores comenzaron a descontar una baja, lanzándose nuevamente a maximizar ganancias. El «avión» lejos de apuntar la trompa hacia abajo y reducir la velocidad para aproximarse a la pista, siguió acelerando y mirando al cielo.

Hasta junio de 2007, se siguieron batiendo récords de precios y, más que un aterrizaje, parecía un alunizaje. No obstante, todos sabemos que es imposible que un avión alunice y lo que nos trajo a la tierra fue el estallido de la crisis del sector inmobiliario e hipotecario de los EE.UU.

Explotó primero allí porque debía ser el mercado más «inflado», pero los efectos de los excesos afectaban a los valores de todos los bienes y activos internacionales.

Ya no era posible un « aterrizaje suave» porque la Fed obligó al avión a subir demasiado alto. Sin embargo, pudimos haber tenido un aterrizaje algo brusco, pero controlado.

Simplemente, se necesitaba que los bancos centrales del mundo siguieran proveyendo liquidez a los bancos para evitar una crisis del sistema financiero, como lo viene haciendo el Banco Central Europeo. Mientras tanto, convenía dejar que los precios de activos financieros e inmobiliarios ajustaran a la baja y que la economía internacional se desacelerara.

Empero, la Reserva Federal decidió bajar la tasa de interés e incrementar los excedentes de liquidez existentes, respondiendo complacientemente a los ruegos de los inversores, que querían seguir ganando con el alza de los mercados, y de los políticos, deseosos de sostener un crecimiento económico artificial. Desde entonces, se continúa en este rumbo de colisión.

Esta historia también es una vieja conocida de los argentinos y sabemos como termina. Se postergan los costos de los anteriores errores de funcionarios gubernamentales (en general, fiscales) y/o de los bancos centrales (excesos monetarios); pero se potencia el ajuste cuando éste se vuelve inevitable. Ahora estamos en esa etapa y el paquete de salvataje es un paso más. Más allá del « veranito» que su aprobación pueda traer, la Reserva Federal deberá optar por subir sus tasas y evitar que se acelere la inflación, profundizando la recesión que se viene, o seguir con la «fiesta» y meter a EE.UU. en una « estanflación».