LA NACION

Buenos Aires, sábado 18 de agosto de 2007

La crisis global nos dejó frente a nuestros errores

Por Agustín A. Monteverde
Para LA NACION

Sábado 18 de agosto de 2007 | Publicado en la Edición impresa

Una extraordinaria coincidencia de eventos excepcionales en el marco internacional impulsó la economía argentina en los últimos años, a la vez que disimuló el desmanejo oficial en algunas cuestiones claves, como la inversión, la infraestructura energética, la inflación, las distorsiones de precios, o el vertiginoso crecimiento del gasto y de la deuda cuasifiscal.

El llamado "viento de cola" se caracterizó por excepcionales precios de los commodities agropecuarios y menores valores unitarios de nuestras importaciones que mejoraron nuestra balanza y alimentaron la caja fiscal con retenciones.

Simultáneamente, una liquidez global exuberante achicó diferencias entre Suiza y Uganda, reduciendo la prima por riesgo y acercándonos capitales ávidos de retornos superiores a los obtenidos en los países desarrollados.

El fin del viento

Algunos advertimos repetidamente que esas circunstancias sin precedentes eran una oportunidad única para llevar a cabo las reformas estructurales que modernizaran a tiempo nuestra economía y poder así crecer con solidez cuando el viento —inevitablemente— sosegara.

Y alertamos que una probable crisis en el mercado hipotecario podría derivar en una caída del gasto de los consumidores y una menor propensión al riesgo. Adicionalmente, la ralentización del crecimiento de EEUU frente a otras regiones y su gran déficit comercial profundizarían la desvalorización del dólar.

Una mayoría de observadores descartó esa posibilidad y, cuando el derrumbe llegó, analistas y hombres de mercado sostuvieron a coro que la situación fiscal, el superávit comercial, la

posición de reservas y nuestro relativo aislamiento nos mantendrán inmunes o ajenos al nuevo escenario.

Pero un examen cuidadoso puede mostrarnos que esos supuestos puntos fuertes constituyen más bien vulnerabilidades.

En primer lugar, el superávit fiscal —es tal si y solo si no se computan las compras de divisas— está basado en una estructura tributaria distorsiva y muy dependiente del contexto internacional.

El gasto crece 15 puntos porcentuales por encima de los ingresos y la contrarreforma previsional —pan para hoy, hambre para mañana— nos asegura que el deterioro será progresivo. En los últimos meses ya se agregaron 1,3 MM de nuevos jubilados, gracias a las facilidades concedidas a quienes no cumplen con los años requeridos de aporte; esto ha incrementado el gasto en jubilaciones en 1,3 % del PBI.

Solo durante el año próximo, y en el marco de una fuerte retracción de la liquidez, deberemos cubrir necesidades de financiamiento por unos U$ 7500 MM.

El superávit comercial también muestra una marcada tendencia declinante. En los siete primeros meses del año, las importaciones crecen cinco veces y media más rápido que las exportaciones.

El inicialmente alto tipo de cambio real —supuesto sostén de la competitividad comercial— ha sido horadado por una inflación que se acelera. Y no queda espacio para una "devaluación competitiva": lejana ya la depresión del 2000, toda devaluación se trasladará inmediatamente a los costos de los factores y a los precios de los bienes.

En cuanto a las reservas internacionales, poco menos de la mitad fueron compradas con deuda tomada por el BCRA a un plazo promedio inferior a un año. El Central se ha visto obligado en las últimas semanas a hacer multimillonarios rescates de estos papeles para evitar reconocer el abrupto salto en la tasa de financiamiento y —más importante— devolver liquidez a los bancos y no perjudicar su balance.

El aislamiento, por último, tampoco puede ser tomado como una ventaja. Pese a la sobreabundante liquidez de los últimos años y a que varias industrias locales saturaron su capacidad instalada, la inversión directa exhibe una alarmante debilidad. En el primer trimestre, la IED cayó 56 % interanual.

Los elevados términos de intercambio constituyen el único remanente del famoso "viento de cola".

Pero la caída de valor de los activos acarreará una contracción del consumo, afectando la actividad y el comercio global, lo que terminará impactando en el valor de los commodities. Y la suba de

los costos crediticios debiera encarecer los bienes intensivos en capital que importamos.

Nótese que tanto la reducción del consumo como la desvalorización del dólar resultan consistentes con la necesidad de los EEUU de reducir su formidable déficit externo.

Que en estos días la deuda argentina haya sido la más castigada en la región —duplicó la caída de los bonos venezolanos y cuadruplicó la de los brasileños— demuestra lo ilusorio de las supuestas fortalezas.

No fue gratis

Quedó claro que el default, la inseguridad jurídica, los precios congelados, la inflación digitada —esa suerte de nuevo default no votado por el Congreso— y el repudio de obligaciones con holdouts, no serán gratuitos ni inocuos.

Tasas, dólar e inflación en alza componen un amenazante panorama para la deuda pública. Si el derrumbe de los bonos soberanos se prolonga, peligrará la solvencia del sistema financiero, que tiene la tercera parte de sus carteras expuestas al riesgo estatal.

Llegó la hora; el futuro viene a buscarnos. Solo un completo rediseño de la estructura tributaria podrá asegurarnos solvencia fiscal en el marco de un acceso restringido al financiamiento, tipo de cambio real en persistente deterioro, y un futuro pero inevitable reacomodamiento de los precios relativos.

El autor es economista, socio de la consultora M & A / InC.