

# Estudio Bein & Asociados

## Billetera mataba galán

### Resumen ejecutivo:

10 de septiembre de 2007

### *Historia fiscal reciente*

- ✓ La trayectoria en 2007
- ✓ Necesidades de financiamiento
- ✓ El sistema financiero al margen
- ✓ 2008: Por primera vez, abrimos escenarios incómodos

*Con viento de cola y fundamentos sólidos (superávit fiscal y de cuenta corriente, colchón cambiario y muchas Reservas), la economía estaba lejos de una crisis y los sueños sobre una convergencia sin sobresaltos hacia el crecimiento potencial empezaban a cuadrar en los análisis, aun cuando desde la política económica se seguía priorizando, cada vez más, el corto plazo. Hasta hace pocos meses el problema de la gestión consistía en cómo hacer para administrar las buenas noticias provenientes del escenario internacional y evitar la erosión del tipo de cambio real.*

*Sin embargo, en las últimas semanas el escenario pareciera haber cambiado. Los precios de los commodities que exportamos continúan elevados, pero repentinamente se produjo una significativa retracción de la liquidez mundial en medio de turbulencias que todavía no parecieran haber terminado y que impactaron más que proporcionalmente sobre el mercado local. Si bien el sistema financiero se mantuvo estable, aunque expectante, gracias al amplio margen de maniobra con que cuenta el BCRA, las tasas de interés internas se ubican ahora dos escalones arriba, y los precios de los activos locales -sobre todo los de renta fija- evidenciaron caídas más que significativas, llegando en algunos casos a precios consistentes con los de una situación previa a un **default**. Ahora bien, la pregunta es qué está interpretando el mercado, que pasó de centrar sus dudas sobre la inflación y la medición del IPC a concentrar su preocupación en la capacidad y/o voluntad de pago de las obligaciones del Gobierno. Con restricciones en el acceso al crédito y una Cuenta Capital que, nuevamente y a pesar de los controles existentes, se torna negativa, la razón para procurar un superávit fiscal elevado deja de estar basada en su capacidad de ayudar a la política monetaria a contraer el excedente de pesos derivado del sector externo y pasa a constituirse en la capacidad de hacer frente a los vencimientos de la deuda que, entre intereses y amortizaciones, totalizan US\$12.300 mill. adicionales para el año que viene, que se suman a los US\$3.000 mill. que restan hasta fin de año.*

*Sin embargo, la política en los meses de campaña no pareciera haberse hecho eco de este cambio de escenario, y a la muy expansiva trayectoria fiscal de los primeros siete meses de 2007 (con gastos que crecen más de 15 p.p. por sobre los recursos, que crecen más de 30%) se suma ahora, en la recta final de la carrera electoral, un nuevo listado de medidas de gasto y/o reducción de ingresos, que llevarían el resultado de 2007 a 3,0% del PIB (2,1% sin contar los fondos adicionales de las AFJP's) desde el 3,5% de 2006, pero que además dejan sentado un arrastre del gasto en torno a 9% para 2008.*

*El círculo virtuoso de la política fiscal expansiva –contabilidad nacional pura- podría estar llegando a su fin. Por un lado, la caída del superávit empieza a impactar sobre la tasa de interés, en tanto la restricción financiera pone un coto al crecimiento del gasto, haciendo contra-cíclica la política fiscal. Dicho de otro modo, el cambio en la dirección del viento nos recordó la conexión que existe entre tasa de interés y nivel de actividad y, paradójicamente, el endurecimiento de la política monetaria es un resultado no deseado del ablandamiento de la política fiscal. Si se normaliza el gasto y se recupera el superávit podremos recuperar la confianza y evitar chocar contra el ciclo. Ahora bien, con este arrastre, normalizar el gasto compatible con un superávit en torno a 3% y recursos tributarios que crecen 25% implica reducir el aumento del gasto del 4% mensual en 2007 a uno en torno al 1,5% en 2008, prácticamente estabilizándolo en términos reales. ¿Estará en condiciones de hacerlo la próxima gestión? ¿Cómo impactará sobre el crecimiento? Esto avisa la discusión de otra agenda; ya sin billetera y con una economía que arrima al pleno empleo, el margen de negociación y el manejo de la puja distributiva no será igual.*

**Estudio Bein & Asoc.**

San Martín 296 - 6° Piso (C1004AAF) – Buenos Aires, Argentina

Tel. / Fax: (54 11) 4393-1689 / 93 / 94

[infoestudio@estudiobein.com.ar](mailto:infoestudio@estudiobein.com.ar)

[www.estudiobein.com.ar](http://www.estudiobein.com.ar)