

# Estudio Bein & Asociados

## A Gastar... Sin Entrar en Default

### Resumen Ejecutivo:

La salida de depósitos observada durante octubre en el epicentro de la crisis financiera mundial, propagada en Argentina por la decisión de avanzar en la re-reforma de la seguridad social, se frenó durante noviembre. El aumento en los controles implícitos y explícitos para acceder al mercado de cambios, y posteriormente la rápida aprobación por parte del Congreso de la medida, que sin dudas aumenta la solvencia de corto plazo del sector público, ayudó a frenar la fuga de capitales, que sólo durante octubre había llegado a US\$5.000 millones. Sin embargo, y al igual que en episodios anteriores, la tasa de interés volvió a caer, pero estacionándose ahora, en un escalón más alto. La tasa Badlar, que volvió a 12% luego del conflicto con el campo, subió a 26% en plena corrida y hoy se ubica en torno a 18%. Claro que esto ocurre con una tasa de inflación que se desaceleró fuertemente en el margen y en términos anualizados alcanza a 12%, convalidando tasas de interés positivas luego de años en los que el país convivió con tasas negativas en pesos, aunque positivas en dólares.

Esta dinámica refleja la reducción del colchón cambiario que presentaba la economía en un mundo donde el dólar vuelve a apreciarse como consecuencia de la búsqueda de refugio. Con un tipo de cambio que puede descomponerse en tres partes -el que equilibra la cuenta corriente, el que estabiliza la salida de capitales producto de la crisis internacional y el que estabiliza la salida asociada a la incertidumbre que genera la política-, la distancia al equilibrio depende de qué medida se utilice. La primera no está muy lejos: con el dólar a \$/US\$3,25, el tipo de cambio real multilateral es de 1,85 (base 1 a fines de 2001). La que equilibra la salida de capitales generada por la aspiradora externa podría rondar 3,5/3,6. Por último, la que incorpora la incertidumbre local está valuada por los futuros en Nueva York, en torno a 3,9 a tres meses, compatible con tasas de interés del 65% anual. La política del BCRA, mientras tanto, apunta a desplazar muy despacio hacia arriba el tipo de cambio de referencia, controlando la estabilidad de los depósitos y la demanda de pesos. El margen de maniobra sigue siendo alto, aunque la capacidad de la economía para generar divisas se reduce a la par de la caída del superávit en cuenta corriente, que proyectamos para 2009 en torno 0,4% del PIB (US\$1.200 millones).

Mientras tanto, el sesgo de la política económica actual sigue apuntando a recomponer los ingresos fiscales dañados por la caída en los precios de los commodities, en un contexto de freno brusco del nivel de actividad. La correcta decisión de hacer política fiscal contracíclica choca contra con la escasez de ahorro fiscal durante la fase alta del ciclo, derivada de una política fiscal inconsistente; en tanto, la herramienta cambiaria para recomponer los recursos fiscales compite con la estabilidad del sistema financiero. Es en este escenario que, adicional al cambio de régimen previsional, se suma ahora una nueva batería de medidas, que incluye un blanqueo de capitales dentro y fuera del país, una amplia moratoria impositiva y previsional y beneficios fiscales para la formalización del empleo en PyMES. Más allá de los juicios de valor en torno al significado de un blanqueo o una moratoria en términos de incentivos, es evidente que el impacto fiscal de los mismos resultará, de nuevo en el corto plazo, positivo. El beneficio fiscal es difícil de mensurar, pero si nos retrotraemos a las dos experiencias anteriores, el aumento en la recaudación podría rondar entre 3/4% de la recaudación total, algo así como \$10.000 millones que se adicionan al flujo derivado de las AFJPs, con la salvedad de que en este caso se coparticipan.

Más gasto público inyectado a la economía en forma directa o indirecta a través de fideicomisos financiados por los fondos que transfieran las AFJPs, va a contrarrestar el efecto negativo de la desaceleración del gasto privado derivado del cambio de signo de la tasa de interés de la economía en un mundo que, en el mejor de los casos, va a crecer muy poco. El debate sobre la macro gira en torno al signo y al quantum de la ecuación resultante. Nuestra proyección base contempla para el próximo año un escenario local sin interrupción financiera, con la economía prácticamente estancada a partir de un crecimiento promedio de sólo 0.5 p.p. trimestral. Esto, en conjunto con un arrastre positivo de 1%, permitiría mostrar en 2009 un crecimiento del PIB de entre 2 y 2,5%. Si bien el escenario es negativo cuando se lo compara con la experiencia de los últimos cinco años, en contraste con la historia de crisis recurrentes que caracterizó a nuestro país, un escenario de estancamiento, y no depresión, frente a una crisis mundial de la envergadura de la actual, sería una buena noticia.

2 de diciembre de 2008

### ¿Alcanza para todo?

- ✓ EE.UU.: Hacia una compañía de seguros general
- ✓ América Latina: Devaluaciones y Reservas
- ✓ Sistema Financiero: Enganchando el eslabón perdido
- ✓ Programa Financiero: Los pesos alcanzan ¿y los dólares?
- ✓ Sector Externo: ¿Compensa la debilidad de las importaciones?
- ✓ Nivel de Actividad: Confianza vs. Expansión fiscal
- ✓ Empleo y Salarios: De cara a 2009

#### Directores:

Miguel R. Bein  
[mbein@estudiobein.com.ar](mailto:mbein@estudiobein.com.ar)

Marina Dal Poggetto  
[mdalpoggetto@estudiobein.com.ar](mailto:mdalpoggetto@estudiobein.com.ar)

#### Analistas:

Federico Semeniuk  
[fsemeniuk@estudiobein.com.ar](mailto:fsemeniuk@estudiobein.com.ar)

Silvana Santoni  
[ssantoni@estudiobein.com.ar](mailto:ssantoni@estudiobein.com.ar)

Martín Vauthier  
[mvauthier@estudiobein.com.ar](mailto:mvauthier@estudiobein.com.ar)

Federico Furiase  
[ffuriase@estudiobein.com.ar](mailto:ffuriase@estudiobein.com.ar)

#### 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)