

# Estudio Bein & Asociados

## 2010: Creciendo bajo la lluvia

### Síntesis:

13 de octubre de 2009

### *El retorno de los bonos argentinos: desde Saturno al Planeta Tierra*

- ✓ Los shocks en 2009: Viento de frente y sequía
- ✓ Los impulsos en 2010: Lluvia y Liquidez
- ✓ Con crédito y sin crédito, ¿Cómo cierran las cuentas fiscales?
- ✓ Fuerte rebote de la economía
- ✓ ¿Y los cuellos de botella? Bien gracias, crecemos entre 4,2% y 6% en 2010
- ✓ Necesidad de una agenda larga: una perla de Tinbergen

#### 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)

*El escenario de reversión de la salida de capitales se generalizó en septiembre, mes en el que el BCRA pasó a comprar la mayor parte del excedente de dólares del Sector Externo para evitar que el tipo de cambio nominal se aprecie. Esta situación generó un desplome en las expectativas de devaluación y una corrección a la baja en las proyecciones de tipo de cambio, que en nuestro escenario base se ubican en \$/US\$3,87 a fin de año y en \$/US\$4,28 a fines del próximo. En este contexto, los retornos de la deuda bajan sin escalas y permiten que la Argentina vuelva a transformarse en “el país más riesgoso del planeta” con una deuda que rinde 12%, luego de dos años de orbitar Saturno, con tasas de interés que oscilaban 40% en dólares por el temor al default.*

*La sola posibilidad de colocar deuda en el mercado aún a tasas que duplican el 5,8% de Brasil por deuda a 30 años o el 6,4% de Uruguay por deuda a 15 años, retroalimentó los precios de los bonos y en forma indirecta la oferta de dólares y el nivel de actividad. Pasamos en apenas dos meses de un escenario sin crédito y necesidad de devaluar el peso para financiar la brecha en 2010, a un escenario donde el crédito asoma y las proyecciones de devaluación se derrumban. ¿Qué cambió en estos meses? Por un lado un mundo en el cual la enorme liquidez inyectada a la economía para evitar la depresión intenta, ahora que desapareció el pánico, ser alocada en activos que todavía tienen valor. Pero también un Gobierno que luego de las elecciones y con menos caja para transitar los dos años que le quedan, muestra señales y avanza en los anuncios realizados: canje de deuda indexada, acercamiento “técnico” al FMI, arreglo con holdouts y Club de Paris.*

*En efecto luego de un paréntesis en donde muchos sostenían que Argentina se caía, volvimos a un escenario similar a 2006/2007, donde se imponía la discusión de una agenda para tomar el camino al desarrollo, pero el tren al pleno empleo todavía tenía por delante varias estaciones aún con los problemas de inflación y congestión que empezaban hacerse evidentes. En efecto, la caída en el nivel de actividad (7% acumulado desde octubre pasado) deja capacidad ociosa para crecer en la mayoría de los sectores sin necesidad de nuevas inversiones. Las expectativas de devaluación se vuelven a ubicar por debajo de la tasa de interés y de la tasa de inflación, situación que empieza a estimular el consumo local, el Gasto público sigue cebando la demanda y el sector externo vuelve a tirar, fundamentalmente vía Brasil, que aplicó una agresiva política contracíclica. **Pero la principal noticia económica es la lluvia**, y el impacto que tendrá sobre la próxima cosecha que, aunque menor a la de 2007-2008, se estima 37% mayor que la del año actual, afectada por una sequía brutal. Este dato no es menor, ya que la recuperación del sector agropecuario adicionalmente, en forma directa e indirecta, nada menos que 1,7 p.p. al crecimiento del próximo año, que estimamos en nuestro escenario base –sin apertura al crédito– en 4,2% con 15,5% de inflación (puja distributiva mediante), pero que se eleva hasta el 6% con 17% de inflación si el Gobierno abre el crédito. Pero además, el aumento en la producción del sector agropecuario permitirá compensar el aumento en las importaciones en una economía que empieza a arrancar, y que en otro contexto hubiera derivado en una escasez de divisas. Y este aumento en los volúmenes de comercio permitirá el próximo año una recomposición de la recaudación por aduana, que luego de caer 30% en 2008, crecería 40% en 2010, en tanto la normalización financiera deja recursos adicionales al BCRA vía una ganancia de \$10.000 millones por el aumento en el precio de los títulos públicos en cartera gracias a un BCRA inteligente que recompró miles de millones de deuda del Gobierno cuando el “mercado eficiente” decidió regalarlos a precios de default entre septiembre de 2008 y marzo de 2009.*

*Es decir, aún sin una agenda de largo plazo, la capacidad de recuperación de la economía en 2010 es enorme. En 2011 las cajas adicionales no estarán y es probable que el escenario de liquidez mundial se empiece a ver restringido, pero no nos llevará en el año electoral a ningún escenario de crisis financiera. Lo más probable es que el gasto público siga cebando la economía y la inflación, aún cuando las demandas de la oposición deberían empezar a menguar a medida que se acerque el cambio de Gobierno (Teorema de Baglini). La agenda anti-inflacionaria, el ajuste de precios relativos y el clima para la inversión serán problemas de la próxima gestión. La crisis internacional, su resolución y las lluvias permitirán, luego del tropiezo de 2009, extender el escenario K de crecimiento con inflación, sin necesidad de avanzar con la agenda larga para iniciar el viaje al desarrollo. Será esta la primera transición política en décadas sin la espada de Damocles de la devaluación, el default y/o la hiper.*

### 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)