

Estudio Bein & Asociados

Argentina 2010: El año en que volvió el crédito

Síntesis:

18 de noviembre de 2009

Gasto Público y Puja Distributiva

- ✓ Guño a los mercados para financiar la expansión fiscal
- ✓ Nuevas proyecciones 2010: 4,8%, ahora con apertura parcial al crédito
- ✓ Sustentabilidad de la política fiscal
- ✓ Relación Nación-Provincias: Centralización de los Ingresos y Gastos
- ✓ Subsidio Universal a la Niñez: Una mirada fiscal antipática
- ✓ Economía mundial: Saliendo de la recesión

Directores:

Miguel R. Bein
mbein@estudiobein.com.ar

Marina Dal Poggetto
mdalpoggetto@estudiobein.com.ar

Analistas:

Federico Semeniuk
fsemeniuk@estudiobein.com.ar

Silvana Santoni
ssantoni@estudiobein.com.ar

Martín Vauthier
mvauthier@estudiobein.com.ar

Federico Furiase
ffuriase@estudiobein.com.ar

Durante el último mes se consolidó el escenario de normalización financiera en un contexto de debilidad global del dólar y un gobierno que ensaya un guño a los mercados para conseguir la apertura del crédito que permita financiar la expansión del gasto hasta 2011. Apertura del crédito que, en este mundo particular de enorme liquidez y tasas bajas, se intenta manejar con un bajo perfil, a fin de no dañar parte del caudal electoral sobre el que se apoyó la estrategia, desde 2003, de autonomía financiera, superávit fiscal y desendeudamiento. Este cambio de paradigma en el discurso oficial y en algunos actos de Gobierno (apertura del canje a los holdouts, acercamiento al Club de París y una reducción de la brecha en las cifras del INDEC respecto al consenso del mercado) se da en paralelo con un rebrote de la conflictividad social y política, campo de batalla donde se dirime la distribución del presupuesto público. La sola posibilidad de reabrir el crédito, relegó a un segundo plano las noticias referidas a la puja distributiva y a la cuasi desaparición del superávit fiscal primario. Con la reafirmación de este escenario que veníamos planteando en nuestros informes anteriores, se revierte totalmente la salida de capitales y las proyecciones para el dólar se desploman (en nuestro caso proyectamos US\$3,82 a fin de año y US\$4,10 a fines del próximo). Este nuevo escenario aceleró la caída de las tasa de interés en pesos, pari passu una recuperación rápida de los depósitos privados y de los pasivos del BCRA (LEBAC y NOBAC) para esterilizar parte de la expansión primaria generada por la compra de dólares del Banco Central.

Con el anuncio de la reapertura del canje, nuestro escenario base cambió y ahora incluye una apertura parcial del crédito y ningún freno al gasto público. En el nuevo escenario, la economía crecería en 2010 4,8% (vs. el 4,2% anterior), de los cuales 1,7 p.p. surgen del impacto directo e indirecto del aumento previsto en la cosecha de soja y 0,5 p.p. de la implementación del subsidio universal. ¿Qué factores podrían dañar este escenario? sólo algún acontecimiento que vuelva a gatillar una salida brusca de capitales, como una nueva huida hacia el dólar en el mundo (no debería ocurrir con este escenario de tasas hasta entrado 2010) o algún cisne negro local al estilo del conflicto con el campo en 2008 que, si bien no se descarta, no aparece hoy en el horizonte.

La discusión acerca de la denominación de este movimiento de la economía (respecto a si es rebote, recuperación o crecimiento), carece de sentido cuando se analiza el corto plazo y sólo puede entenderse en medio de la pelea política en la cual se politiza hasta el clima. Hemos visto asombrados cómo algunos comentarios nuestros referidos al impacto de las lluvias sobre la cosecha y la economía, fueron en su momento tildados de oficialistas. Lo que estamos viendo es una economía que empieza a desandar rápido la caída registrada en 2009, que según nuestras estimaciones rondaría 2,2%, pero que llegó a alcanzar un 7% al hacer la comparación entre los máximos registrados en octubre de 2008 y los mínimos de junio de este año. Evidentemente, en el mediano/largo plazo otra podría ser la historia. El ruido político y la ausencia de reglas claras (necesarias para que el Sector Público, pero también el Sector Privado accedan al crédito, no sólo en circunstancias de alta liquidez mundial y/o un tipo de cambio muy depreciado) son factores que no incentivan la inversión, por lo que en algún momento van a volver a aparecer los cuellos de botella a medida que nos acerquemos al pleno empleo. Para 2010 proyectamos una aceleración suave de la tasa de inflación al 15,5%, producto de una pauta salarial sustancialmente mayor a la inflación pasada, aunque contrabalanceada por una tasa de devaluación menor, que empezaría a funcionar como ancla (7/8%) en un contexto de aceleración de la puja distributiva.

Si bien en el corto plazo la apertura parcial del crédito descomprime la situación fiscal, las dudas aparecen cuando se analiza el nivel y la inercia que presenta la evolución del gasto en los últimos tres años. El 2009 finalizará con un Gasto Público a PIB 10 p.p. más alto que el de la convertibilidad, y 80% superior al medirlo en dólares. La devaluación del dólar en el mundo explicó la capacidad de financiarlo por arriba de la línea (retenciones) y, ahora, también por debajo (crédito). Las dudas aparecerán cuando este escenario se diluya y resulte necesario utilizar nuevamente la herramienta cambiaria para ajustar los niveles de gasto en un contexto de pleno empleo. Con todo, no parece ajustarse al escenario del próximo año y tampoco al de la primera mitad de 2011, cuando el tipo de cambio volvería a funcionar como ancla en un contexto de fuerte impulso fiscal electoral.

Estudio Bein & Asoc.

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

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

infoestudio@estudiobein.com.ar

www.estudiobein.com.ar