

Estudio Bein & Asociados

Cisnes negros en la Calesita

Síntesis:

3 de febrero de 2010

A ver si la pueden chocar

- ✓ Del superávit fiscal para comprar reservas al uso de las reservas para pagar deuda
- ✓ Números fiscales y Programa financiero
- ✓ Los límites al financiamiento del BCRA: La tercera vía
- ✓ Uso de reservas y Tasa de inflación: Ordenando el debate
- ✓ El mundo desarrollado: En la base de la “U”

Directores:

Miguel R. Bein
mbein@estudiobein.com.ar

Marina Dal Poggetto
mdalpoggetto@estudiobein.com.ar

Analistas:

Martín Vauthier
mvauthier@estudiobein.com.ar

Federico Furiase
ffuriase@estudiobein.com.ar

Daniela Szuchter
dszuchter@estudiobein.com.ar

Gestión administrativa:

Mariana Pascucci
mpascucci@estudiobein.com.ar

Desde nuestro último informe, algunos cisnes negros llegaron al lago, y si bien aletean provocando un ruido mucho mayor al esperado, no alcanzan para levantar olas que afecten demasiado al escenario macroeconómico planteado entonces para 2010 y 2011. En lo que hace al contexto mundial, hay cada vez más evidencias de que la recuperación rápida de la economía que reflejan las estadísticas del IV trimestre de 2009 en EE.UU. (5,7% de crecimiento trimestral anualizado), está cediendo su lugar a algo mucho más parecido a la base de una U. La contrapartida de este escenario es, en el mediano plazo, la confirmación de que las tasas de interés se mantendrán bajas durante 2010 (no va a haber aumentos antes de las elecciones de medio término en USA, en noviembre próximo). Aunque, en el corto plazo, el trade hacia el dólar en un mundo donde los portafolios están muy invertidos en activos distintos a la divisa americana genera una revalorización transitoria de esta última. La corrección en los precios de las acciones -que habían pasado de largo a la recuperación de la economía- fue potenciada además, por los anuncios de una reforma financiera en USA. En este contexto, se observa un ensanchamiento moderado en los spreads de la deuda emergente, una devaluación de sus monedas y una caída en los precios de los commodities. La desvalorización del Euro forma parte del mismo movimiento, que creemos transitorio, en una Europa segmentada y con problemas fiscales graves en algunas de sus economías (PIGS, Portugal, Italia, Grecia y España).

En teoría, la corrección del contexto mundial, no debería haber tenido prácticamente efecto sobre una Argentina que, desde octubre, avanzaba rápidamente hacia la normalización de su situación con los holdouts. Los enormes spreads de nuestra deuda daban lugar a un achicamiento en un contexto menos bondadoso, especialmente para los países vecinos que cotizan con riesgos muy pequeños y monedas apreciadas. Sin embargo, la capacidad de la política para reproducir cisnes negros intentando chocar la calesita volvió a subestimarse. La saga en torno al BCRA y al uso de reservas de “libre disponibilidad” para pagar la deuda generó un ruido enorme en el primer mes del año, y si bien no logró arruinarlo (gracias a la fortaleza estructural del sector externo), terminó por frenar el proceso de normalización financiera que se venía observando en los últimos meses. Los modos y los tiempos con que el Gobierno intentó hacer uso de las reservas y una acción política y judicial simétrica, terminaron generando el efecto inverso al objetivo perseguido cuando se anunció la creación de un Fondo Contingente para pagar la deuda. Cabe recordar que, en un primer momento, la reacción del mercado fue muy positiva: prácticamente no hubo impacto sobre el mercado cambiario (donde dada la oferta de dólares del sector externo, el tipo de cambio de mercado se ubica por encima del equilibrio), en tanto aumentaron los precios de los bonos y se redujo la tasa de interés. La inconsistencia fiscal de mediano plazo lucía irrelevante en el corto por la liquidez mundial y por la capacidad de hacer uso de cajas contingentes, en este caso las Reservas, y como mencionáramos en el Informe pasado, el ajuste iba a ser la primer medida que debería encarar la próxima gestión.

Ahora bien, aún cuando por un momento la discusión en torno al uso de las Reservas (adquiridas a través de la emisión de pesos por el sector externo y no con superávit fiscal), parecía poner un límite al crecimiento del Gasto, hoy esta situación parece haber vuelto a foja cero. Las chances de que el DNU no sea rechazado en el Senado son cada vez mayores en un contexto donde, al igual que la Nación, las Provincias intentan seguir expandiendo. Así como en 2009, la política fiscal debía actuar en forma contracíclica y de hecho lo hizo; en 2010 la tracción del Gasto ya no parece necesaria. El impulso externo y las lluvias han puesto de nuevo al sector privado en funcionamiento y seguir usando el Sector Público para apuntalar una economía en franco crecimiento, comprometiendo más las cuentas fiscales, no parece prudente a mediano plazo. Claro que la política sólo mira el corto plazo, y el BCRA será la caja contingente para financiarlo.

Resumiendo, el escenario de crecimiento con aceleración de la inflación sigue en pie: Nuestras proyecciones PIB +5,1% e inflación en 18%/19%. El tipo de cambio seguirá funcionando como ancla (\$/US\$4,13 a fines de 2010), en un contexto en que el Gobierno ha empezado por fin a corregir las distorsiones en precios relativos en alimentos. La política de ingresos, es decir, el modo en que se dirima la puja distributiva será el que defina el quantum de la aceleración.

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