

Estudio Bein & Asociados

No hay medida cautelar contra la Soja

Síntesis:

16 de marzo de 2010

El Uso de Reservas y la consistencia fiscal de largo plazo

- ✓ ¿Los argumentos del Gobierno: ¿Verdades reveladas o simplificaciones?
- ✓ El Presupuesto Nacional: una pieza de museo
- ✓ El programa financiero del Gobierno
- ✓ El Programa Monetario Resultante
- ✓ Inflación, Salario Real y Salario en Dólares
- ✓ Con ruido y todo, subimos el crecimiento del PIB a 5,6% en 2010

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

Lejos de pensar en una estrategia de mediano plazo para el desarrollo, hace más de dos meses que Argentina se encuentra inmersa en un debate desordenado por el uso de una porción de las reservas internacionales del BCRA. Y si bien hoy se vislumbraría una salida en el Congreso, la débil mayoría en el Senado para uno u otro lado podría producir más capítulos por delante, como quedó demostrado en las últimas semanas. A pesar de este dislate, que esconde detrás una pelea por el presupuesto y la sustentabilidad fiscal del próximo Gobierno, el impacto sobre la economía se ha visto muy moderado. El sobrante de dólares del sector externo (el superávit de la balanza comercial de 2010 se proyecta en US\$18.000 millones) fue y sigue siendo desde 2002 un ancla estructural para la estabilidad macroeconómica.

El ruido desatado volvió a generar una salida de capitales en febrero (en torno a US\$1.200 millones), pero esta situación ayudó a moderar la fortísima expansión monetaria que se había registrado en el último trimestre del año. Obviamente resulta un absurdo que el corazón de la política monetaria antinflacionaria aparezca como el resultado de enviar el ahorro de los argentinos al resto del mundo, pero la realidad es que es precisamente esta situación la única que hoy parece ponerle un ancla al desborde fiscal. Como ya escribimos en otras oportunidades, el endurecimiento de la política monetaria se convierte así en un resultado no deseado del ablandamiento de la política fiscal sin financiamiento asegurado.

Si bien el objetivo inicial del anuncio del entonces “Fondo del Bicentenario”, devenido en “Fondo para el Desendeudamiento”, consistía en reducir el costo al que se endeuda Argentina de cara a la operación del canje de deuda a los holdouts, el resultado de la escalada del conflicto político, terminó jugando exactamente al revés: aumentó la tasa de interés de la deuda, redujo el valor de la oferta a los holdouts, y afectó el caudal político de la gestión actual. Un mal negocio, teniendo en cuenta que la premura por hacerse de las reservas no era cuestión de vida o muerte. Con un escenario fiscal donde el gasto crece al 28% en 2010, y la utilización de buena parte de los colchones existentes (incluidas las utilidades devengadas del BCRA, el salto en el límite de adelantos que genera la coyuntura y el uso de reservas para pagar a Organismos Internacionales), la brecha financiera para el año en curso estaría prácticamente cerrada. Es recién en 2011 (año electoral), cuando aparecería la inconsistencia fiscal si no se abre el crédito y no se pueden usar las reservas. Según nuestros cálculos, manteniendo un crecimiento del gasto en torno a 28% la brecha financiera del Gobierno (hasta el 10 de diciembre de 2011) asciende a US\$4.600 millones de dólares. Con el canje a los holdouts (suponiendo una aceptación del 60%), este monto ascendería a US\$5.600 millones aún suponiendo que ingresan los US\$1.000 millones cash que estarían acordados con los Bancos. La división de la oposición entre aquella sin “responsabilidad de gestión” y la que gobierna a las provincias “con las necesidades de la gestión” es la que seguramente abrirá las puertas al uso de las reservas, incluso con proyectos más ambiciosos respecto al pago de la deuda del gobierno en curso y del próximo. Aún cuando la idea de crear un fondo contingente con reservas nos parece correcta, y no tiene impacto inmediato sobre el tipo de cambio, dado el nivel de reservas y el flujo resultante del sector externo, su uso en un contexto de ajuste del tipo de cambio real (creemos que en los próximos dos años la inflación va a más que duplicar a la tasa de devaluación), acerca en el tiempo una eventual corrección nominal del tipo de cambio para fines del 2011.

Mientras tanto nuestro escenario macroeconómico sólo muestra leves cambios marginales. Por un lado subimos el crecimiento a 5,6% una vez imputadas las mayores estimaciones de cosecha que se montan sobre el fuerte impulso que muestra la mayoría de los sectores comparando contra el pozo de la crisis internacional. También elevamos algo las estimaciones de inflación a 20,2%, producto de la corrección observada en los precios relativos (carne y combustibles) que pusieron un piso muy alto a la inflación del primer bimestre del año. Mientras tanto, el tipo de cambio va a seguir funcionando como ancla (US\$4.08 a fin de año) y las principales dudas se centran en la dinámica de los salarios que una vez más, como en los últimos tres años dependen directamente de la política. Resulta claro a esta altura que la inflación pasa a ser en lo sucesivo un tema de alto voltaje político y social con precios, salarios y expansión monetaria viajando inercialmente entre un entorno del 20% anual.

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