

Estudio Bein & Asociados

Urgencia fiscal disfrazada de Reforma Estructural

Resumen Ejecutivo:

28 de Octubre de 2008

Reformando la reforma reformada

- ✓ De vuelta al Estado
- ✓ Lo bueno, lo malo y lo peor de la Re Reforma
- ✓ Solvencia fiscal, Reforma Previsional y Tipo de Cambio
- ✓ Reforma Previsional y Coparticipación
- ✓ ¿Crowding out?
- ✓ Sistema Previsional y Solvencia Intertemporal del Sector Público
- ✓ El mundo. Disminuye el riesgo sistémico y aumenta el de 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

El mundo sigue convulsionado, la volatilidad no cede y si bien el riesgo sistémico parece haberse moderado luego de la intervención coordinada de los bancos centrales de Europa y de la FED, que inyectó directamente capital en los bancos, aumentó la cobertura de los depósitos, y garantizó totalmente las transacciones interbancarias. Sin embargo, el impacto sobre la actividad derivado del brutal credit crunch que se observa en la economía mundial y el aumento en el riesgo de default derivado en el mundo, sigue siendo muy fuerte. Los interrogantes se centran en la forma de la recesión que a esta altura parece será más pronunciada que las dos anteriores (91/92 y 01). Sin embargo, y si bien lo que prima en este contexto es la incertidumbre, a nuestro juicio hay una contradicción lógica entre profundidad y duración. A saber: cuanto más profunda más corta y viceversa. Esto en un escenario donde la política fiscal seguramente va a acompañar en los países desarrollados para amortiguar la recesión sin atender los vestigios inflacionarios del ciclo que termina. Si esto se verifica, la forma de la recesión va a ser más parecida a una conjunción entre una L (en la caída) pero una U en la recuperación, aunque con pendiente incierta.

En este contexto, y aún cuando Argentina parecía estar al margen del riesgo sistémico con un sistema financiero que había exagerado la liquidez durante el conflicto con el campo y un bajo canal de transmisión crediticia, el desplome de los precios de los commodities puso en jaque la solvencia fiscal para 2009 con una política de gasto público no tiene espacio para enfrentar un freno brusco. La caída de más de 40% en el precio de la soja, en una economía donde la sobre expansión de los últimos años -que permitió un aumento de 50% en la presión tributaria- pasó a la historia, redujo fuertemente las proyecciones de recaudación aún bajo el supuesto de que a estos precios se iban a sostener las alícuotas en los niveles actuales. En este contexto, y con la moderación del gasto como utopía, se recomendaba mover algo el tipo de cambio, antes de que lo hiciera el mercado de forma brusca. Esta herramienta permitiría compensar la merma en la recaudación vía dos canales: Retenciones, Aduana (IVA y derechos de importación) y Superávit cuasi fiscal del BCRA. Esto en un mundo donde la fuga hacia la "calidad" y el desarme del apalancamiento fortaleció increíblemente la divisa del país de origen de la crisis, generando devaluaciones que en el caso de Brasil y Chile alcanzan a 40%. El Gobierno preocupado todavía por la inflación, y con temor al impacto sobre la demanda de dinero prefirió el camino gradualista a una alternativa de overshooting que permitiera defender la paridad en un nivel más alto priorizando las reservas. En este intento lleva perdidos más de US\$2.000 millones en sólo dos semanas, que sin embargo no están reflejadas todavía en las estadísticas del BCRA, amortiguadas a partir de la contratación de pases con el Banco Internacional de Ajustes de Basilea.

La urgencia fiscal reflejada en un cronograma exigente de vencimientos de la deuda pública para los próximos 15 meses en un contexto de devaluaciones en los países vecinos, mantenimiento y/o aumento anticíclico del gasto público y falta de decisión para aumentar la recaudación desplazando moderadamente hacia arriba el tipo de cambio, encontró en la captura de un flujo de \$20.000 millones (\$15.000 derivados de los aportes y el resto del devengamiento de la cartera), la salida por arriba del laberinto fiscal de corto plazo. Al igual que con el aumento de las retenciones, que luego se disfrazó de debate sobre los peligros de la sojización, la filosofía agrícola y la distribución del ingreso, hoy la necesidad de disponer de los fondos necesarios para evitar el default en un mundo sin crédito encontró, en el debate apresurado por el régimen previsional de largo plazo, una cortina de humo. Más sencillo hubiera sido sin dudas plantear de cara a la sociedad la necesidad de usar transitoriamente estos fondos en el contexto internacional hostil, tanto en el caso de las retenciones como para obtener de las AFJPs los compromisos necesarios para suscribir los títulos públicos.

Finalmente cabe destacar que el debate sobre las bondades de uno y otro sistema previsional solo cobran sentido en un ambiente adecuado de solvencia intertemporal del Estado. Con un Estado quebrado, las jubilaciones se licuan en el régimen de reparto y los portafolios intoxicados de títulos públicos que forman parte del régimen de capitalización caen por su propio peso. Como decía el General: Nadie puede realizarse en un país que no se realiza

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