

Estudio Bein & Asociados

Viviendo con lo nuestro...

2 de Setiembre de 2008

¿Al desarrollo sin crédito?

- ✓ Contexto Mundial:
¿Explota la tercer burbuja?
- ✓ Programa financiero 2009
- ✓ ¿Se llegó al límite del Gasto Público?
- ✓ Sensibilidad fiscal y externa a los precios de los commodities
- ✓ Normalización financiera
- ✓ Actividad: Impulso fiscal acotado
- ✓ Inflación. La vuelta a la tendencia después de un trimestre tranquilo

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

Resumen Ejecutivo:

En las últimas dos semanas, y después del derrumbe de los títulos públicos originado en la venta masiva por parte de los bancos venezolanos de los bonos colocados a través de ese país, empezaron a aparecer señales respecto a la capacidad y voluntad de pago de las obligaciones por parte del Gobierno. Hacia esta dirección estuvieron orientados el resultado fiscal de julio, con una importante desaceleración del Gasto Público y una recomposición del superávit fiscal a PIB de 1,5 p.p. (neto de transferencias de las AFJP en la base y de utilidades del BCRA en el mes), la presentación de un programa de financiamiento contingente para afrontar vencimientos por casi US\$21.000 millones en 2009 y la puesta en marcha de un mecanismo de licitación para avanzar en el proceso de recompra de deuda, además del reciente anuncio de cancelación de la deuda con el Club de París, actualmente en cesación de pagos, con reservas internacionales. Señales todas que apuntan a despejar las dudas sobre un posible default de la deuda en 2009.

Si bien el margen de maniobra de la política actual sigue siendo muy alto -son pocos los países que pueden afrontar una salida de capitales semejante a la que sufrió Argentina (en los últimos 12 meses la formación de activos en el exterior alcanzó a US\$18.000 millones de dólares) y que pueden contar con un programa de financiamiento contingente como para permanecer al margen de los mercados financieros durante más de un año-, también es cierto que la necesidad de retomar una agenda consistente se hace cada vez más evidente. La reducción del colchón cambiario, con precios y salarios que corren por encima del 20% en una economía en la que el tipo de cambio empezó a operar como ancla anti-inflacionaria, sumada a un mundo donde el viento de cola empezó a virar, augura una película más complicada, aún con los fundamentos que presenta la macro cuando se observa la foto. Es cierto que por primera vez la corrección se da desde arriba, pero la ausencia de visión para avanzar hacia una agenda de desarrollo, cuando estamos cerca del pleno empleo y con fundamentos que empiezan a deteriorarse, lleva a reiterar con cada vez con mayor frecuencia mayor la pregunta sobre cómo se sigue, aún antes de aterrizar hacia los equilibrios fiscal y externo. Sobre todo cuando, lejos de articular amortiguadores en la parte alta del ciclo, la política fiscal aceleró el gasto hasta el límite.

Como contexto mundial, es factible esperar en los próximos meses un dólar más fuerte, precios de commodities a la baja y un encarecimiento del crédito para los países emergentes. Para Argentina, sin financiamiento, este último impacto es reducido, en tanto un dólar fuerte y menores precios de los commodities inciden sobre los superávits gemelos. Sin embargo, todavía hay algunos amortiguadores, que ante un escenario de caída importante en los precios ayudarían a sostener las cuentas fiscales, claro que articulando una moderación del gasto no menor. De algún modo, la elusión de la suba de alícuotas que encontraron los exportadores de granos a partir de haber registrado las exportaciones antes del cambio de noviembre pasado (que subió las retenciones a la de la soja del 27,5% al 35%), juega ahora a favor en las proyecciones para 2009. Con alícuotas constantes, un escenario de caída en los precios para 2009 (23,6% en promedio), que surge de volver a los niveles de septiembre de 2007, reduce la recaudación por derechos de exportación tan sólo un 5%. Una ayuda no menor a la política económica para amortiguar el deterioro fiscal. En este escenario, si el gasto crece de aquí en más hasta fines del próximo año a un ritmo similar al 27% de julio, el superávit primario a PIB se mantiene en 3,7% en 2008 y se reduce a 2,9% en 2009. Por el contrario, si se proyecta una suba de 36% en adelante, como la registrada en los primeros siete meses del año, el superávit se achica a 3,1% en 2008 y a 1% en 2009. En este escenario bien negativo, las necesidades de financiamiento ascenderían a 3,8 p.p. del PIB: todavía los flaps alcanzan, pero el horizonte es incierto. En el sector externo los impactos son mayores, con los commodities afectando el 50% de la canasta de exportación. Aunque nuevamente vale recordar que convergemos desde arriba al equilibrio, algo inédito en la historia argentina. A diferencia de otras oportunidades, hoy las noticias que podrían ayudar a descomprimir la situación siguen al alcance del Gobierno..., igual que en 2007.

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