InC.

Indice

Crónicas políticas pág. 1

Compacto y destacado pág. 4

Elementos sobresalientes pág. 11

Novedades pág. 31

Qué se puede esperar pág. 33

Massot / Monteverde & Asoc. 28/8/07 inc@ar.inter.net

El análisis político y económico de los doctores Vicente Massot y Agustín Monteverde

Por qué va a ganar

Si tuviese que explicar en no más de dos o tres páginas por qué creo que Cristina Fernández se encamina –salvo imponderables– a un triunfo en primera vuelta, echaría mano, por un lado, a una serie de índices y haría referencia, por otro, al fallido intento de forjar algo así como una alianza electoral entre Elisa Carrió y Ricardo López Murphy. Esto último con el objeto de poner en evidencia las torpezas del arco opositor.

Comencemos por los datos cantantes y sonantes que, al no depender del nuevo INDEC u otra oficina por el estilo, dependiente del gobierno nacional, recusan cualquier interpretación de carácter ideológico. Los precios futuros de la soja se negociaron el pasado días lunes, o sea, hace escasas cuarenta y ocho horas, a $ 700 la tonelada en Rosario y a U$S 320,70 en Chicago. La suba de los precios de las oleaginosas, producto, entre otras razones, del clima adverso en Norteamérica, unido a los valores del trigo –que acaban de tocar su máximo histórico– son todas buenas noticias para la estrategia kirchnerista.

Lo que en esta newsletter, cuatro años atrás, bautizamos como el efecto de la Diosa Soja continúa, como se ve, vigente. En la medida, pues, que el auge de los commodities continúe, la Casa Rosada tendrá la capacidad de subsidiar cuanto le venga en gana –tal cual lo ha hecho desde el 2003– ganándose, así, el beneplácito de los votantes.

Próximo desayuno abierto

martes 18 de septiembre

Kirchnerismo o cristinismo
Escándalos, corrupción y elecciones
Los dilemas de la oposición
¿Viento de cola o vendaval de trompa?
Fortalezas y debilidades frente al nuevo contexto
Gasto, endeudamiento e inflación: la historia oficial
Perspectivas financieras

Reservas al 4314-8600 ó a inc@ar.inter.net
Av. Quintana 161

Al respecto es fundamental no confundir las consecuencias mediatas de índole económica que tendrá para el país la distorsión de precios relativos, con las consecuencias políticas inmediatas de las cuales el gobierno se ha beneficiado a partir de la asunción de Néstor Kirchner a la presidencia. Un buen ejemplo de lo expresado resulta el mal paso de Jorge Telerman, quien no había terminado de anunciar un incremento substancial del ABL –alumbrado, barrido y limpieza– cuando debió poner marcha atrás y, en medio de un gigantesco papelón, dejar sin efecto la medida temporariamente.

¿Qué había sucedido? Lo que le sucedería a Néstor Kirchner o a Cristina –si fuese elegida– en el caso de que aquél hubiera decidido –o ella decidiese en el futuro– sincerar la enorme brecha que existe en los precios relativos de la economía argentina: todos pondrían el grito en el cielo porque los argentinos queremos vivir a semejanza de los suizos, solo que pagando los impuestos y las tarifas de gas, luz y transporte vigentes en nuestro país. En petit comité cualquiera reconocería que el valor de los inmuebles sobre el que se impone el impuesto mencionado en la Capital Federal es irrisorio, pero a la hora de pagar nadie quiere cambios.

Si eso pasa en la ciudad más próspera, imagínense qué pasaría si, de buenas a primeras, los Kirchner, antes o después del 28 de octubre, creyesen necesario atacar la distorsión de precios

relativos. Deberían confrontar con la opinión pública de los grandes centros urbanos, algo que los espanta a los dos por igual. Por eso la Diosa Soja ha sido el principal resorte de poder del santacruceño. Con los precios de las oleaginosas por las nubes, en el curso de los años que ha sido presidente Néstor Kirchner ha podido, con enormes beneficios sociales y político-electorales, mantener las tarifas de servicios públicos congeladas.

Para un político que no tolera una silbatina en su contra y que le teme a perder el dominio de la calle más que a cualquier otro peligro que uno pudiera imaginar, lo último que consideraría hacer Kirchner sería tomar una decisión que, automáticamente, dispararía la reacción de casi todos los ciudadanos que a fin de mes, o bimensualmente, deben pagar impuestos como el ABL y las boletas de servicios públicos.

Kirchner sin los precios internacionales de los últimos cinco años, poco más o menos, habría sido un presidente del montón, de esos que han pasado por la Casa Rosada sin pena ni gloria. Pero la suerte –decisiva en política– le ha sonreído como a ninguno de sus pares desde 1946 y se ha convertido, por obra y gracia de esa circunstancia fortuita, en uno de los presidente más importantes del país. Por lo tanto, mientras reine la soja, Cristina podrá sentirse segura de cara a las elecciones de octubre, y no solo por lo dicho sino también porque el arco opositor, ni siquiera planeándolo, podría cometer tamaña cantidad de errores. Para muestra vale un botón.

Desde tiempo atrás las posibilidades de un acercamiento entre Elisa Carrió y Ricardo López Murphy eran un verdadero clásico de los análisis políticos referidos a la realidad nacional. Ex radicales los dos, igualmente preocupados por el deterioro de las instituciones republicanas, bien formados intelectualmente y respetuosos entre sí, todo los predisponía para que acortasen diferencias y finalmente uniesen sus respectivas fuerzas. Por supuesto existían algunos inconvenientes en ese camino de buena voluntad que "Lilita" y el "Bulldog" habían finalmente empezado a recorrer la semana anterior. La otrora jefa del ARI debía vencer al sector más izquierdista –por llamarle de alguna manera– que objetaba, con alguna razón, que ideológicamente había visibles diferencias entre uno y otro, más allá de su común oposición a los desbordes institucionales del kirchnerismo. Del lado del líder de Recrear, era conocida la opinión desfavorable que la Carrió tenía sobre Macri, que seguía siendo el principal aliado y socio político de López Murphy, con lo cual de alguna manera debía salvar este obstáculo antes de cerrar un trato.

Pues bien, si dos personas inteligentes –que saben cuáles son los problemas que tienen por delante– se sientan a conversar, lo lógico es que pongan de entrada todas las cartas sobre la mesa. Cartas, además, que todos conocían. Nada de eso sucedió y, si se habían puesto de acuerdo, Elisa Carrió hizo todo lo posible para dinamitar el acuerdo que terminó siendo nonato. Porque a último momento salió a decir –cosa que en ella no era novedad– que Mauricio Macri resultaba su límite moral. ¿Cómo explicarlo? No tiene explicación racional. Pero lo cierto es que todo terminó en una comedia de enredos que benefició –¿cuándo no?– a la candidata del Frente para la Victoria. Con opositores así es enteramente lógico que en la Casa Rosada descuenten el triunfo. Hasta la semana próxima.

Compacto y destacado

- La evolución de la situación global confirma nuestras apreciaciones de la semana pasada.
  - El colosal aporte de liquidez de los bancos centrales durante las últimas dos semanas permitió disminuir la volatilidad pero no revertirá las cuantiosas pérdidas de capital ni evitará las consecuencias de la destrucción de riqueza.
    - El índice VIX tuvo su mayor caída semanal desde que fue elaborado.
    - La inyección de liquidez busca detener la propagación de la crisis asistiendo a los deudores sanos hasta que éstos puedan recuperar sus acreencias.
    - Y es aquí donde es difícil trazar el límite entre la crisis de liquidez y de solvencia: aquellas acreencias podrían ser irrecuperables.
  - H. Paulson: "No hay nada que debamos hacer para proteger contra las pérdidas. Algunas entidades dejarán de existir".
  - Si bien la liquidez volcada es abundante, el crédito permanece restringido por falta de confianza en las contrapartes.
  - Nadie conoce dónde están las pérdidas ni su magnitud; es difícil valuar los quebrantos por tratarse de derivados de derivados.
  - La tasa interbancaria en la eurozona subió todos los días de las últimas cinco semanas y se ubica en el nivel más alto de 2001.
  - Los cuatro principales bancos de los EEUU –Citi, Bank of America, Wachovia y JP Morgan– debieron recurrir a la asistencia de liquidez de la Fed.

- La colocación de comercial papers ha caído en casi U$ 160000 MM en dos semanas y las nuevas emisiones son a plazos aún más cortos.

➢ En la medida que llegan nuevas malas noticias, las caídas se realimentan, comienzan a traspasar los límites del sector hipotecario y cobran alcance sistémico.

- La venta de casas usadas en julio cayó 0,2 % mensual y el stock para la venta subió 2,2 %, alcanzando el máximo en 16 años.
- El precio medio de las viviendas experimentó la peor caída desde 1987.
- El sector bancario acusa fuertes pérdidas, cierres y reducción de planteles.
    - Lehman Brothers anunció el cierre de BNC, su filial de créditos hipotecarios subprime, de 1200 empleados.
    - Accredited Home Lenders anunció la eliminación de 1600 puestos; el HSBC, por su parte, suprimirá 600 posiciones.
    - Capital One Financial anunió el cierre de su división de préstamos hipotecarios y el despido de 1900 empleados.
    - Thornburg Mortgage Inc. informó una pérdida de U$ 930 MM en el tercer trimestre.
    - La crisis ya ha provocado la quiebra de Homebanc, American Home Mortgage y dos fondos de Bear Stearns.
    - El Citigroup perdió U$ 700 MM en julio.
    - JP Morgan podría perder unos U$ 1400 MM; pérdidas similares enfrentarían Goldman Sachs y Deutsche Bank.
    - El Bank of China reconoció tener unos U$ 10000 MM expuestos a riesgos hipotecarios subprime; el Industrial and Commercial Bank of China tiene, por su parte, unos U$ 1230 MM invertidos en activos con ese respaldo.
- Pese a la recuperación generada por las inyecciones de liquidez de los bancos centrales, en la medida que se vayan conociendo los daños colaterales provocados los quebrantos y la caída del crédito, la tendencia hacia delante será predominantemente bajista.
- A los quebrantos y disminución de las refinanciaciones hipotecarias, y su efecto cascada sobre activos vinculados, se suman las pérdidas generadas por la suba de tasas, los corrimientos en los tipos de cambio, y las indispensables reposiciones de aforos o márgenes de garantía.
- Los compromisos asumidos por los bancos estadounidenses podrían involucrar una exposición total de casi U$ 900000 MM.
- La morosidad se encuentra en el nivel más alto de los últimos 17 años.
- Las compañías de tarjetas de crédito pasaron a pérdida 4,6 % de los pagos del primer semestre de 2007, casi 30 % más que un año atrás. Los pagos atrasados también aumentaron.

- La fuga hacia activos seguros y líquidos se reflejó en una fuerte apreciación de las letras de la Tesorería estadounidense a 3 meses y consiguiente caída de su rendimiento, muy por debajo de la tasa de referencia.

➢ Se extiende la convicción de que la crisis afectará la economía real.

- El Premio Nobel, E. Phelps, alertó sobre un recorte al crecimiento de la economía mundial.
- La misma advertencia realizó J. Lipsky, subdirector ejecutivo del FMI.
- La reserva federal de Chicago advirtió que la actividad en esa región cayó 0,1 % en julio.
- Para el tercer trimestre se esperan caídas en los resultados corporativos.
- La suba de los costos crediticios ya afecta la inversión en equipos.
- El inicio de obras de construcción marcó el nivel más bajo en 10 años.

➢ Pese al aislamiento y supuestas fortalezas locales, la Argentina se destaca como el mercado emergente más afectado por el sacudón.

- Ha quedado a la vista la falta de realismo de quienes, durante estos años y hasta muy recientemente, sostuvieron que la Argentina se encontraba aislado y a resguardo de una crisis global.
- Nuestra prima de riesgo saltó 150 % desde principios de febrero a hoy mientras que la de Brasil apenas subió 10 %.
- Pese el ingreso de casi U$ 500 MM por los bonos vendidos a Venezuela y al respiro que tuvieron los mercados mundiales la última semana pasada, se han perdido U$ 900 MM de reservas (contado) en las últimas cuatro.
    - Se observa un crecimiento de la demanda de divisas por parte del público, que ha forzado al BCRA ha desprenderse de U$ 270 MM spot en tres días.
    - La fuga hacia el dólar hizo que las compras de billetes físicos en la primera quincena del mes casi duplicara las de todo julio.
- Ante el fuerte deterioro de la situación fiscal, y a la vista de las reiteradas experiencias de nuestra economía, el público percibe que el ajuste del gasto del gobierno vendrá por vía de una nueva licuación por devaluación de nuestra moneda.
- Ya se observan acortamientos de plazos y subas en las tasas de los préstamos y se suspenden emisiones de deuda corporativa.
    - Los mayores costos también ya se observan tanto en las tasas prime como en los préstamos personales, y en los rendimientos que deben pagar los fideicomisos.
    - Arcor y Edenor han suspendido sin fecha las emisiones programadas.
- A mitad de agosto –último dato informado por el BCRA– los depósitos bancarios mostraban un leve crecimiento de 0,2 % ($ 298 MM) en saldos.

- Los PF privados a tasa nominal se mantenían casi sin cambios respecto al cierre de julio mientras que los ajustables por CER caían 5,5 % ($ 152 MM) en saldos.
- Los depósitos a la vista del sector público caían $ 3636 MM (18 %) en saldos.

- En solo tres semanas, los fondos comunes de inversión sufrieron retiros por $ 2340 MM, equivalentes al 10 % del patrimonio total de ese sector.
- El Central dispuso varias medidas para reinyectar liquidez y contener las tasas.
  - El BCRA suspendió por tercera vez en un mes la habitual subasta semanal de LEBAC y NOBAC.
  - Paralelamente, ha comenzado con un nuevo régimen de subastas de pases activos a tasa BADLAR más un diferencial.
  - La intención del Central es mantener la tasa de call por debajo del 10 % anual.
  - Si persiste la caída de la liquidez, el Central podría verse obligado a otorgar nuevamente redescuentos a entidades.
  - Para cumplir con la meta trimestral del programa monetario, el BCRA deberá compensar en septiembre el excedente registrado en julio y agosto; contará con la ventaja de que no necesitará emitir para sostener el dólar con compras.
- Bicicleta oficial: se puede obtener liquidez del BCRA a una tasa del orden del 11,60 % y colocar esos fondos en el mercado secundario de LEBAC a un rendimiento entre 15 % y 17 %.
- Debido al derrumbe de los bonos soberanos, en la primera mitad del mes los fondos administrados por las AFJP perdieron $ 4780 MM, lo que significó una caída de 5,2 % respecto a los $ 90580 MM de fin de julio.
- Contabilidad creativa: para disimular las pérdidas patrimoniales sufridas por los bancos en el último mes, el BCRA flexibilizó las normas de contabilización para las letras y notas del BCRA.
  - Autorizó a valuarlas al valor de compra más la tasa de rendimiento en lugar de usar el valor de mercado.
  - Pero, para evitar que siga desmoronándose el precio de las letras en el mercado secundario, el Central determinó que habrá que mantenerlas hasta su vencimiento; de lo contrario, el saldo remanente deberá contabilizarse a valor de mercado.

➢ De profundizarse la crisis, nuestra situación financiera es muy vulnerable.

- Una suba persistente de la primas de riesgo nos dejará afuera del circuito de crédito.
- En 2008 hay que afrontar vencimientos por U$ 6000 MM.
- Más allá de mantener en repudio buena parte de nuestras obligaciones –como las contraídas con los holdouts y con el Club de París–, difícilmente haya fondos –cualquiera sea la

magnitud de la tasa– para un país que responsabilizó del default, precisamente por las altas tasas involucradas, a quienes en su momento lo financiaron.

- El progresivo debilitamiento fiscal también juega en contra; téngase presente que Kirchner responsabilizó a los inversores por haber prestado a un país o gobierno que derrochaba los recursos.
- Y por supuesto que aquellas instituciones o naciones a las que eventualmente se recurriera en caso de necesidad tendrán en cuenta los abundantes precedentes de ruptura de contratos, desconocimiento de derechos, y avasallamiento de la Justicia y el Congreso por parte del Ejecutivo.

➢ Sigue deteriorándose la situación fiscal: por segundo mes consecutivo el resultado financiero –sin computar ingresos extraordinarios– fue negativo.

- El superávit primario informado para julio fue de $ 2575,8 MM; pero incluye $ 1544 MM de ingresos extraordinarios por la contrarreforma previsional.
- El resultado financiero fue de $ 1519,6 MM, lo que significa que, de no haber contado con recursos extraordinarios, habría sido deficitario.
    - El gasto total subió 61 % mientras que la recaudación tuvo un alza de 37,7 % interanual.
    - Dentro de éste se destacan los subsidios, que treparon 72 %.
- Junio había sido hasta el momento el peor mes de la gestión Kirchner: el resultado financiero real fue deficitario en $ 186 MM.
- Con esta tendencia, el resultado primario sin ingresos extraordinarios podría caer este año al 2,7 % del PBI y ser prácticamente nulo en 2008.

➢ Generosidad preelectoral.

- Aumentaron 38 % en promedio las asignaciones familiares. El costo fiscal es de $ 404 MM este año y $ 1212 MM anuales a partir de 2008.
- Se agrega al aumento de 12,5 % para los 5 MM de jubilados y para todos las pensionados. El costo fiscal de la medida será de $ 1800 MM en lo que resta del año y $ 6800 MM anuales para los próximos ejercicios.
- El sindicalismo, agradecido: condonaron deudas de obras sociales y amnistían a sus responsables.
    - Diputados convirtió en ley la moratoria de deudas tributarias y previsionales por unos $ 1200 MM de obras sociales y clínicas.
    - Las deudas devengadas desde 2002 se podrán abonar en 15 años a una tasa subsidiada de solo 6 % anual.
    - El artículo 9 de la norma dispone una amnistía de delitos previsionales, al exceptuar a los responsables de la aplicación de sanciones.

- No suficiente con ello, la nueva ley establece que los juicios de ejecución iniciados por la AFIP se considerarán desistidos y carga las costas a su orden.

- Todo sea por Cristina: las mejoras en el salario mínimo y en las asignaciones y la suba del mínimo no imponible sumarán unos $ 3800 MM al consumo y benefician al menos a una cuarta parte de los votantes.

➢ Por decreto de necesidad y urgencia 1108/07, el gobierno agregó $ 14219 MM al presupuesto 2007.

- De esa suma, $ 3134 MM son resultado de un mayor endeudamiento.
- El ministerio de Planificación Federal se beneficia con el 77 % de la ampliación.
- Se aplicarán $ 8926 MM a gastos e inversiones.
- Otros $ 5294 MM se destinan al Fondo de Sustentabilidad del sistema de reparto y al Fondo de Desarrollo Provincial.

➢ La escasez energética expande los subsidios.

- Las compras de gas oil insumirán este año unos U$ 480 MM, más de cuatro veces lo previsto.
- También se agregará al gasto el subsidio de U$ 300 MM para que las industrias usen combustibles líquidos.

➢ Afectada en forma significativa por la falta de energía, la actividad económica se desacelera.

- La actividad industrial en julio tuvo una caída de 2,1 % mensual.
  - Significó un aumento interanual de apenas 2,7 %.
  - Esto representó una pérdida de valor agregado industrial del orden de los $ 4000 MM en julio.
- La construcción cayó 1 % mensual en julio y significó una suba de apenas 3,6 % interanual.
  - En lo que va del año, la suba acumulada es de tan solo 4,3 %.
  - Los permisos de edificación registraron en junio una caída de 17 % interanual.
  - El crecimiento de la obra pública impidió que la desaceleración fuera mayor, ya que los trabajos de infraestructura crecieron 7,7 por ciento y los proyectos viales un 7,3 por ciento.
- La digitación de los índices de precios acarrea una sobreestimación del PBI a valores constantes, inflando artificialmente el crecimiento de la actividad.
- La debilidad de la inversión condiciona nuestro crecimiento.
  - En el primer trimestre del año pasado la IED totalizó U$ 1421 MM mientras que en el mismo lapso de este año fue de apenas U$ 624 MM.

- En Brasil, la IED acumulada en los primeros siete meses sumó U$ 24448 MM, casi el triple que en igual lapso del año pasado.

➢ Las exportaciones crecen pobremente y el superávit acumulado en los primeros siete meses del año marcó una caída de 22,3 % interanual.

- Al anticipar la implantación de nuevas barreras paraarancelarias a los productos asiáticos, el gobierno buscó aprovecharse del virtual cierre aduanero a la espera de las nuevas normas para mejorar los números de la balanza comercial de agosto.
- Pero las consecuencias de esas medidas puede ser mucho más negativas que los beneficios buscados.
  - Rápida de reflejos y escudándose en cuestiones sanitarias, China trabó el ingreso de más de 200000 ton de granos argentinos.
  - La represalia pone en riesgo ventas por U$ 3500 MM anuales e ingresos fiscales por $ 3000 MM
  - La reacción era previsible, pues ocurrió lo mismo cuando EEUU puso objeciones sanitarias a algunos productos chinos.

➢ Se acelera la inflación y se espera una suba real del orden del 2 % en agosto.

- Se observan fuertes alzas en verduras, aceites, lácteos y atención médica.
- Los aumentos de los alimentos superan 7 % en promedio; en las verduras hay subas de 50 %.
- Pero se anticipan bajas en turismo e indumentaria.
- El acuerdo con el personal del INDEC, logrado por la CTA, le permitirá al gobierno continuar la digitación estadística sin escándalos gremiales.