InC.

Indice

Crónicas políticas pág. 1
Compacto y destacado pág. 4
Elementos sobresalientes pág. 9
Novedades pág. 30
Qué se puede esperar pág. 32

Massot / Monteverde & Asoc. 7/8/07 inc@ar.inter.net

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

Kirchnerismo y contrato tácito

Que los barones peronistas del Gran Buenos Aires son, desde el punto de vista político, infinitamente más importantes que cualquiera de los kirchneristas puros y duros que pueblan hoy el Congreso y las distintas dependencias oficiales, era algo sabido largo hace. No había que esperar, pues, a que los comicios estuviesen a la vista y los plazos electorales próximos a vencer para darse cuenta que Curto, Othacehé y Pereyra, por ejemplo, juegan en una categoría a la que, de momento al menos, no puede aspirar la legión K que vive despotricando contra los intendentes del conurbano a quienes sindican –con entera razón– de ser verdaderos prototipos de la comúnmente llamada vieja política.

Si alguien desease conocer las razones en virtud de las cuales, después de mantener abierto un sin fin de expectativas al respecto, Néstor Kirchner se inclinó por el hombre fuerte de La Matanza, y no por Carlos Kunkel o José Pampuro, a los efectos de acompañar a Daniel Scioli en la fórmula de la provincia de Buenos Aires, bastaría prestarle atención a lo que electoralmente significa Balestrini.

La misma composición de lugar correspondería hacer en el caso de Córdoba, donde el santacruceño, tras jugar a las escondidas con José Manuel de la Sota por espacio de meses, y al mismo tiempo coquetear con el actual jefe comunal, Luis Juez, dejó a éste en el camino y decidió, sin darle explicaciones a nadie, claro, que el candidato del Frente para la Victoria en octubre fuese el delfín de De la Sota, entre cuyos antecedentes figuran valiosos servicios prestados, de buena gana en la

ominosa década del noventa, al gobierno de Carlos Menem como funcionario del equipo que comandaba Domingo Cavallo.

No hay misterios insondables en el kirchnerismo. Al cabo de cuatro años de dominio omnímodo del Estado y del país y saciada la voracidad de dinero, lo único que lo seduce es el poder. Por eso, a la hora de forjar una estrategia conducente a alzarse con el triunfo el próximo 28 de octubre, Néstor Kirchner ha tenido en cuenta no razones ideológicas o afectivas sino de peso electoral. Claro que hubiese preferido que Carlos Kunkel, Florencio Randazzo, Sergio Massa o el mismo José Pampuro encabezasen, debajo de Scioli, la boleta del FPV en la provincia de Buenos Aires. Pero de la misma manera que, entre coronarse rey de Francia con arreglo a los preceptos católicos –que odiaba– y abandonar en el desván sus votos hugonotes o, inversamente, hacer valer éstos y olvidarse del trono, Enrique IV creyó que París bien valía una misa, Néstor Kirchner hace ahora de la necesidad virtud.

Lejos han quedado esos sueños de transversalidad que, si alguna vez acarició, hoy son parte de un pasado que no volverá a repetirse. El santacruceño, por mucho que despotrique en sus discursos contra la vieja política, mal puede prescindir de ella por dos razones elementales: 1) es parte de la misma, y 2) sin sus representantes, sobretodo en el peronismo, es difícil ganar elecciones y más difícil –habiendo ganado– gobernar.

Si algún incauto se tomara el trabajo de repasar, una vez que estén homologadas todas las listas del FPV a nivel nacional, cuántos de sus candidatos fueron obedientes soldados de Carlos Menem o de Eduardo Duhalde o, mejor aún, de uno y de otro entre los años 1989 y el 2003, ciertamente se sorprendería.

Néstor Kirchner –lo hemos dicho en más de una oportunidad y no es, por tanto, una novedad– tiene que ganar los comicios que se realizarán dentro de sesenta días por una razón elemental –retener el poder– y por otra que, claro está, el santacruceño nunca reconocería en público pero pesa a la hora de poner la cabeza en la almohada todas las noches: si su mujer no se erigiese victoriosa, su destino sería caminar de arriba abajo los tribunales como paso preliminar a la cárcel que, con seguridad, le esperaría en caso de que careciese de fueros y autoridad para disciplinar a los jueces.

Para ganar le será necesario al FPV sacar una diferencia decisiva en el principal bastión electoral del país, allí donde Daniel Scioli –por las causas que fuere– tiene una imagen, e inclusive una intención de voto, superior a la de Cristina Fernández y donde su flamante candidato a vice, Alberto Balestrini, arrastra los votos de La Matanza, nada menos. La clave es Buenos Aires, que por primera vez en décadas es manejada por un político que no comparte casi nada del folklore típico del peronismo bonaerense, salvo algo fundamental: ese instinto que solo se mueve por el poder y el dinero públicos. No es posible, pues, analizar el asunto ideológicamente. Al menos si se desea entender por qué están junto a Kirchner desde Hugo Curto hasta José María Díaz Bancalari, pasando por Carlos Reutemann, José Manuel de la Sota y, hoy el más importante de todos, Daniel Scioli. Al tema debe analizárselo –como al peronismo en general– sociologicamente y así es fácil explicar la alineación de los ex-menemistas y ex-duhaldistas junto al santacruceño.

Mientras el contrato tácito entre el Presidente y los principales referentes provinciales y municipales del justicialismo histórico se renueve, Kirchner tendrá una base de sustentación que, aun cuando no sea a prueba de balas, le permitirá hacer frente a los problemas por venir con una importante masa crítica a su favor. La cuestión es saber hasta dónde se extenderá ese contrato tácito, renovable mes a mes, que está basado no en el mutuo reconocimiento sino en la pura necesidad.

La estrategia de la Casa Rosada es clara y no cambiará de aquí al 28 de octubre: resulta de una combinación algo extraña, en teoría, pero hasta el momento exitosa en la práctica que suma por arriba al peronismo tradicional –incluida la CGT de Hugo Moyano–, en punto a lo que cabría denominar el aparato, y por abajo, a nivel de la sociedad civil, el aporte de las clases medias urbanas, como principales soportes electorales del kirchnerismo.

Todavía, malgrado la pérdida de la confianza en el gobierno –que creció, según la medición de la Universidad Di Tella, un 21% en los últimos doce meses– y la caída en la confianza de los consumidores merced al vergonzoso manejo de los índices inflacionarios por parte de Guillermo Moreno –de acuerdo a la medición de la Fundación Mercado, un 8% en julio– el contrato tácito resiste. Hasta la semana próxima.

Compacto y destacado

- Mantenemos sustanciales diferencias de apreciación respecto a la mayoría de los análisis que circulan sobre la evolución del contexto internacional en los próximos meses y sobre el grado en que éste afectará a nuestro país.

- En primer lugar, consideramos que es altamente probable el ingreso en una etapa de progresiva desaceleración global.
  - Lo que ha ocurrido en el mercado hipotecario es que el costo de los créditos ha crecido por encima del valor de los inmuebles, impulsando la venta masiva de diferentes activos para cubrir el quebranto.
  - La realimentación de pérdidas, el efecto multiplicador del apalancamiento, el contagio a otros sectores y mercados, profundizarán y prolongarán la caída de los activos. Restan producirse muchas ventas de inversores que demoran la decisión para no cristalizar las pérdidas sufridas.
  - La caída del sector hipotecario contraerá inevitablemente el gasto de consumo –principal componente del PBI estadounidense– y provocará una desaceleración de magnitud en el crecimiento de esa economía.
  - La desaceleración estadounidense se hará manifiesta en el segundo semestre. En julio, el desempleo creció una décima, a 4,6 %.
  - La caída del consumo interno –ayudada por la desvalorización del dólar– y de la actividad en los EEUU –que representa un tercio del PBI mundial– se reflejarán en una reducción de los flujos comerciales y ralentización a nivel global.

- Continúa esparciéndose la crisis hipotecaria.
  - Las gruesas pérdidas que sufren los hedge funds los obliga a desprenderse de toda clase de activos financieros, estén o no ligados al sector inmobiliario.
  - Las compras apalancadas de empresas y las compañías que en estos años se endeudaron con el objeto de recomprar acciones sufren particularmente la suba de las tasas.
    - Ante la pérdida de valor de los subyacentes, la obligación de reponer márgenes está forzando a los inversores a liquidar activos a precios cada vez más bajos.
    - Un fondo de inversión australiano, no ligado al sector hipotecario pero especializado en compras apalancadas, anunció pérdidas por la cuarta parte de su patrimonio.
  - Los bancos representan uno de los sectores más castigados por la caída de la liquidez.
    - Los bancos alemanes IKB y Commerzbank anunciaron pérdidas importantes por la caída de los valores hipotecarios.

- El gobierno alemán debió intervenir el IKB y organizar con otros bancos una operación de salvataje de la entidad que garantizase el pago de los U$ 10930 MM de obligaciones.

➢ A diferencia de lo sostenido por la mayoría de los analistas, creemos que la economía argentina tiene más vulnerabilidades que fortalezas ante el nuevo escenario.

- Es común que se destaque como puntos fuertes la situación fiscal, el superávit comercial y la posición de reservas.
- Pero la situación fiscal está lejos de protegernos de los sacudones externos.
  - El superávit fiscal –es tal si y solo si no se computan las compras de divisas– está basado en una estructura tributaria distorsiva y muy dependiente del contexto internacional.
  - El gasto crece 20 puntos porcentuales por encima de los ingresos y la contrarreforma previsional –pan para hoy, hambre para mañana– nos asegura que el deterioro será progresivo.
    - Entre quienes optan por el sistema de reparto y quienes pasan en forma forzosa, el Estado suma a sus arcas ingresos extraordinarios (por transferencia de las cuentas de capitalización) equivalentes a 1 % del PBI, e ingresos ordinarios (por los aportes de esas 3,2 MM de personas) equivalentes al 0,5 %; sin embargo, en la medida que se acojan al retiro, se convertirán en una carga creciente.
    - Por otra parte, en los últimos meses ya se agregaron 1,3 MM de nuevos jubilados, gracias a las facilidades concedidas a quienes no cumplen con los años requeridos de aporte; esto ha incrementado el gasto en jubilaciones en 1,3 % del PBI.
  - Tan solo durante el año próximo, y en el marco de una fuerte retracción de la liquidez, deberemos cubrir necesidades de financiamiento por U$ 7000 MM.
- El actual superávit comercial muestra también una tendencia declinante.
  - En los siete primeros meses del año, las importaciones crecen cinco veces y media más rápido que las exportaciones.
  - El inicialmente alto tipo de cambio real –supuesto sostén de la competitividad comercial– ha sido horadado por una inflación que se acelera.
  - Y ya no hay espacio para una "devaluación competitiva": lejana ya la depresión del 2000, toda devaluación se trasladará inmediatamente a los costos de los factores y a los precios de los bienes.
- En cuanto a las reservas internacionales, poco menos de la mitad fueron compradas con deuda tomada por el BCRA.
  - Esa deuda tiene un plazo promedio de un año.

- Pero debido a la fuerte caída de su valor de mercado, el Central se ha visto obligado en los últimos días a hacer multimillonarios rescates de sus papeles para evitar reconocer el abrupto salto en la tasa de financiamiento y –más importante– devolver liquidez a los bancos y no perjudicar su balance.

- Pese a la sobreabundante liquidez de los últimos años y a que varias industrias locales saturaron su capacidad instalada, la inversión directa exhibe una alarmante debilidad. En el primer trimestre, la IED cayó 56 % interanual.
- Los elevados términos de intercambio –única fortaleza remanente del famoso "viento de cola"– constituyen una variable no controlable y dependiente de factores externos.

➢ La crisis de los mercados de crédito no ha afectado hasta el momento a los commodities agropecuarios.

- La soja en Rosario alcanzó su máximo en cuatro años, siguiendo al alza que se registró en Chicago por temor a que el clima cálido y seco perjudique la cosecha estadounidense.
- El trigo en Chicago, por las adversas condiciones climáticas en Canadá y Europa, ha subido 5 % en los primeros días del mes y 73 % en el último año, alcanzando máximos de 12 años. Localmente, se ubica cerca de los máximos de cinco años atrás.
- El girasol también ha roto marcas históricas.

➢ Pero la persistencia de un clima enrarecido terminará por impactar en el valor de los commodities.

- La prolongación de la caída de los valores debería ocasionar un "efecto pobreza", contrayendo el consumo de las familias, afectando la actividad y el comercio global.
- El predominio de una actitud proteccionista por parte del Congreso de EEUU podría provocar daños adicionales al volumen del comercio mundial.
- La caída de la actividad y de los flujos comerciales –incluidos los de China y la India– impactará en nuestros términos de intercambio, con una menor demanda de commodities agropecuarios y mayor valor de los bienes intensivos en capital (por la suba de la tasa internacional).
- Un menor valor de los commodities es consistente con la existencia de tasas más altas.

➢ Consideramos, entonces, que nos encontramos en el inicio de un ciclo global recesivo, de cuyo impacto la Argentina no está –ni podría estar– aislada.

- La crisis de liquidez y de los mercados de crédito fue un evento no sorprendente, perfectamente esperable –tanto aquí como en las charlas mensuales dimos el alerta con suficiente antelación– y plenamente consistente con las circunstancias globales de los últimos 18 meses.
- Tanto en el presente estado de la economía local como de la internacional hay factores, elementos o interrelaciones que ya estaban presentes, embrionariamente, en el pasado: un

minucioso trabajo de análisis sobre el juego cruzado de esas interdependencias permitía –a todo aquel con cierta solidez e independencia profesional– anticipar lo ocurrido.

- Por eso, insistimos que nada hay de "novedoso"; lo único que ha ocurrido es el paso del tiempo.
- No dispuestos a encarar los cambios estructurales que nos aparten de un previsible itinerario, el tiempo sigue corriendo. Y el futuro nos vendrá a buscar.

➢ El vuelco de los inversores internacionales hacia los activos seguros quita presión al BCRA para absorber el hasta ahora importante excedente cambiario.

- Pero, a cambio, encarecerá fuertemente –en al menos doscientos cincuenta puntos básicos– el rendimiento a pagar por las LEBAC y NOBAC.
- Debido a la caída de la liquidez, el BCRA no podrá renovar la totalidad de los vencimientos de hoy. La mayoría de las ofertas correrán por cuenta del Banco Nación.

➢ Inseguridad jurídica, repudio de deuda a quienes no aceptaron el canje, precios congelados, e inflación digitada –una suerte de default no votado por el Congreso– tienen su costo: la deuda argentina es la más castigada de la región.

- La baja prima de riesgo país vigente en estos últimos años fue asumida como si fuera un mérito local, y no producto de la sobreabundante liquidez que nos asemejó a los países más estables; no aprovechamos el ciclo de bajas tasas para implementar las reformas estructurales que nos permitan enfrentar las estrecheces de este nuevo período.
- El riesgo país saltó de 189 puntos en febrero a 463 puntos ayer.
- La pérdida de los títulos locales llega a duplicar las caídas de los bonos venezolanos y cuadruplica las de los brasileños.
- Los credit default swaps (seguros contra default) a 5 años alcanzaron los 430 pb, más del doble que a fin de mayo.
- La presión compradora sobre el dólar se evidencia en las altas tasas implícitas que reflejan las operaciones a futuro y en el hecho que el precio del "contado con liquidación" –la compra de dólares vía bonos– se ubica por encima del valor en el mercado formal de cambios.

➢ Un derrumbe prolongado de los bonos soberanos –una variable que escapa al control oficial– afectaría peligrosamente la solvencia del sistema financiero.

- Eso se debe a la fuerte participación de los papeles del BCRA y de los títulos del Tesoro nacional en la cartera activa de los bancos.
- Paralelamente, la caída de la liquidez llevó las tasas de call money al 13 % anual.
    - El impacto ya se hace sentir en las tasas de los depósitos a plazo fijo.

- La necesidad de hacerse de liquidez llevó los rendimientos implícitos de las LEBAC en el mercados secundario –que más que duplicó su volumen– a ubicarse hasta 500 pb por encima de los retornos originales.

- Contabilidad opaca: el Central permitiría computar las LEBAC y NOBAC a valor técnico para que los balances de los bancos no muestren una caída importante de esos activos.

➢ Tasas, dólar e inflación en alza componen un amenazante panorama para la deuda pública.

- El alza de las tasas significará un deterioro del cuadro de resultados del BCRA por los mayores retornos –de al menos 250 pb más– que deberá ofrecer por las LEBAC y NOBAC. El 53 % de esa cartera paga tasa variable.
- Una dispara inflacionaria tendría un fuerte impacto en los servicios de la deuda pública: 42 % de la misma es ajustada por CER.
- La suba del dólar, en tanto, impacta sobre el 40 % de la deuda.

➢ En el marco de este delicado panorama, el gobierno deberá retomar la renegociación de la deuda atrasada con el Club de París.

- La Argentina no tiene acceso a las líneas de financiamiento de los bancos europeos y asiáticos por no haber regularizado su situación con el Club.
- Pero para renegociar esa deuda el organismo le exige al gobierno tener un programa vigente con el FMI.
- Sin embargo, el Fondo no podría concluir una revisión satisfactoria de la situación económica local, tal como lo exige el artículo IV de su estatuto –estudio periódico al que se someten los países miembros.