InC.

Indice

*Crónicas políticas* pág. 1
*Compacto y destacado* pág. 3
*Elementos sobresalientes* pág. 9
*Novedades* pág. 16
*Qué se puede esperar* pág. 19

Massot / Monteverde & Asoc. 5/7/05 inc@ba.net

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

## Diez cuestiones abiertas a debate

Si nos dejásemos llevar por la mayoría de los informes y análisis aparecidos en el curso de las últimas horas, habría que descontar, casi, unos hechos respecto de los cuales no está dicha la última palabra.

Primero: Si finalmente la guerra entre Kirchner y Duhalde se disparase hacia un conflicto abierto –escenario posible, e, inclusive, probable–, el mismo nunca se produciría antes del 24 de agosto. Por tanto, todo lo que se diga y haga de ahora en más, hasta esa fecha, será sin duda importante pero no será nunca definitivo. En este contexto las declaraciones de los Fernández, conocidas el fin de semana pasado, son sólo eso: declaraciones.

Segundo: no es cierto que se haya bordeado el acuerdo y que fracasara por un pedido intempestivo, de último momento, del caudillo bonaerense. Duhalde –no me cansaré de resaltarlo– es básicamente un componedor. Si los esfuerzos hechos no han prosperado, no se debe ello a la tozudez de Duhalde, quien siempre tendrá una puerta abierta hasta el 23 de agosto para tratar de forjar un arreglo honorable.

Tercero: bajarle los decibeles al plebiscito no significa abandonarlo en el camino a poco de haber nacido. Es cierto que el énfasis inicial puesto en el tema ha decrecido hasta prácticamente desaparecer. Pero el 24 de octubre –ésta es mi apuesta– reaparecerá con fuerza.

Cuarto: aun si el conflicto se desatase en términos electorales, ello no significaría, de manera automática, la quiebra del peronismo. Después de todo, quien puede lo más, puede lo menos, o si se prefiere, si el peronismo pudo asimilar una guerra a muerte entre sus facciones de izquierda y derecha en la década del '70 y sobrevivir al Proceso de Reorganización Nacional, porqué no podría sobrellevar hoy una lucha sin sangre entre Kirchner y Duhalde.

Quinto: el hecho de que no haya acuerdo no supone, necesariamente al menos, que no haya ningún acuerdo. Descuide, amable lector, no estoy loco ni es un error de imprenta lo que usted acaba de leer. Dicho de otra manera: ¿Por qué descartar la posibilidad de que el acuerdo resida en la falta de acuerdo? Si el peronismo fuese dividido en la provincia de Buenos Aires es seguro que obtendría la primera minoría y probable que también obtendría la segunda minoría. En ese caso, cosecharía todos los senadores en disputa y, en principio, no perdería diputados atendiendo al hecho de que el peronismo es un partido de gobierno antes que cualquiera otra cosa y, en este orden, no seria de extrañar que luego de las elecciones mantuviese bloques separados pero terminase votando unido. ¿Por qué no?

Sexto: Tal como está hoy la relación de fuerzas entre Kirchner y Duhalde y en atención a los números de la economía, una disputa abierta del santacruceño y el bonaerense en los términos en que puede plantearse, no repercutiría sobre la gobernabilidad. Ello hubiese sido cierto un año atrás, pero Kirchner se ha consolidado en el poder desde el 2003 en forma rotunda de modo que las hostilidades deberían ser de una dimensión desconocida para poner en riesgo a la administración actual. Carlos Menem quedó enfrentado con Duhalde desde el año '97 en adelante y, sin embargo, no lo aquejó el síndrome de la falta de gobernabilidad. No hay razón para pensar que esta guerra tendrá mayor intensidad que aquella.

Séptimo: si fuese cierto que no hay marcha atrás, cómo explicar la decisión de Duhalde de no presentar todavía a su mujer como candidata en un acto público y, mas aún, cómo analizar la serie de reuniones que siguen sosteniendo reservadamente, claro, representantes de uno y otro caudillo.

Octavo: no hay que creerle a Kirchner cuando dice que necesita imperiosamente el apoyo de los votantes porque, de lo contrario, carecería del poder necesario para desenvolver en tiempo y forma su estrategia de gobierno. Por supuesto que la necesita, pero los de octubre no son comicios en los cuales se vote por o contra el presidente. Son elecciones básicamente locales en donde se eligen

diputados y senadores –según los distritos– nacionales y provinciales. Quienes votarán no lo harán pensando en el gobierno federal sino en sus respectivos distritos. El reclamo presidencial, pues, es parte de la campaña y debe entenderse en ese contexto. Fuera del mismo no tiene sentido.

Noveno: los agravios tienen plazo fijo de prescripción en la política, y si bien Duhalde y Kirchner pueden llegar a cruzarse acusaciones de todo tipo y color, en noviembre, cuando las cosas decanten y las aguas tiendan a aquietarse, es poco probable que prolonguen las hostilidades si éstas, finalmente, se hiciesen realidad.

Décimo: la guerra bien puede estallar, aunque no deben confundirse los ruidos de guerra actuales con la guerra. Hasta la semana próxima.

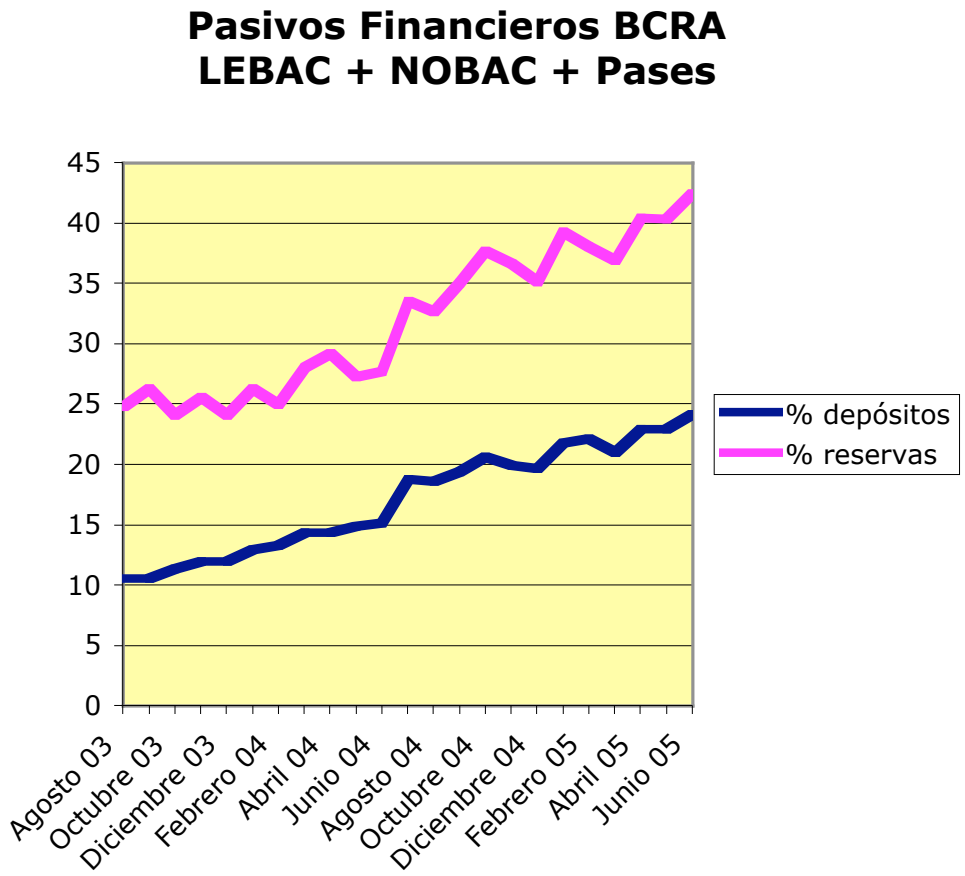
## Compacto y destacado

- Creciente desequilibrio monetario y fiscal.
  - Intervenciones récord del BCRA no consiguen evitar el deslizamiento de la divisa.
  - En el segundo semestre el BCRA deberá comprar unos U$ 3500 MM para absorber el excedente cambiario.
  - En los primeros quince días de junio el BCRA absorbió $ 4000 MM vía LEBAC, lo que produjo un brusco repunte de tasas la semana pasada.
  - El modelo de tipo de cambio (artificial) alto con superávit fiscal holgado tiende necesariamente a la revaluación de la moneda (es decir, a un tipo de cambio más bajo).

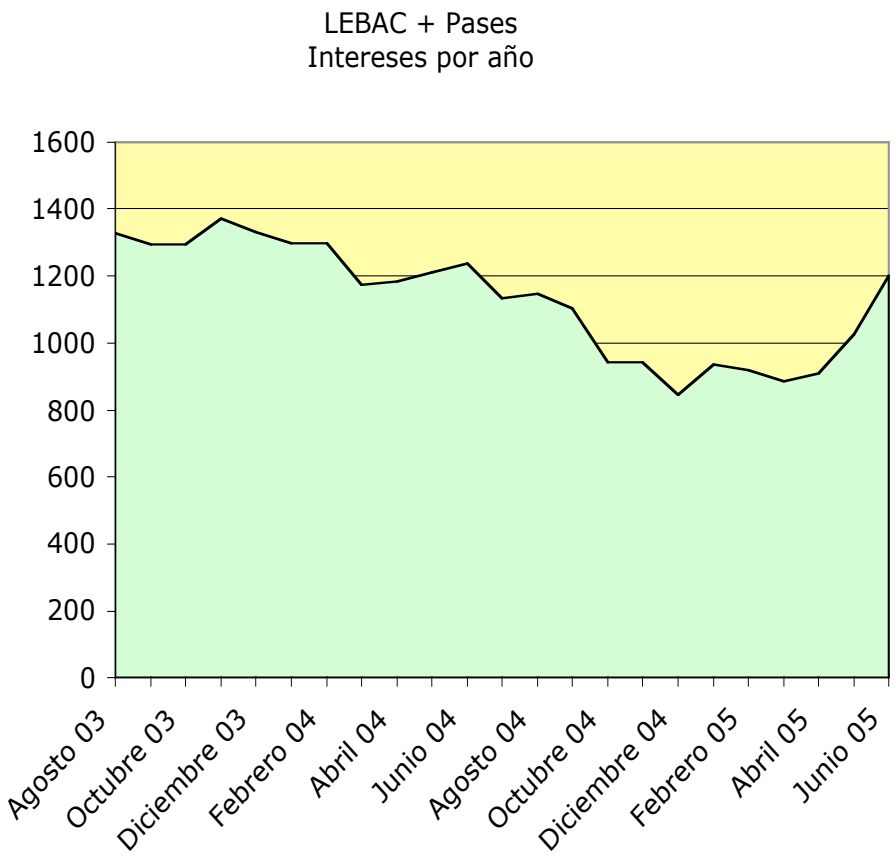
    El importante nivel de las reservas, la suba de tasas y el holgado superávit primario presionan a esa apreciación del peso.
  - El grueso del excedente de divisas no es generado por el ingreso de fondos de cartera sino por el superávit del sector externo (eje del modelo sustitutivo). Las ansiadas exportaciones juegan en contra del ansiado tipo de cambio.

    El control de capitales no reduce mayormente el excedente pero sí afecta el crédito y la inversión.
- La esterilización de la masa monetaria emitida para intervenir en el mercado genera un aumento constante de los pasivos financieros del BCRA.
  - El pasivo financiero del BCRA es cada vez más significativo: el stock total de LEBAC al 5 de julio era de $ 23000 MM y el de pases supera los $ 5200 MM.

- El stock de LEBAC representa casi el 20% de los depósitos del sistema y 1/3 de las reservas internacionales. Si se suman los pases, los pasivos son casi la cuarta parte del total de los depósitos bancarios y el 42,4 % de las reservas internacionales.




- Hubo un crecimiento de 61 % ($ 8700 MM) respecto al stock a fin de 2004 ($ 14275 MM).
- Para el segundo semestre, el Central deberá esterilizar cerca de $ 5500 MM (de los casi $ 10100 MM que emita para comprar el excedente cambiario) para cumplir con las metas monetarias.
- El incremento de los pasivos del BCRA implica un creciente costo financiero –gasto cuasifiscal, ya representa unos $ 2100 MM al año– para atraer la masa de fondos necesaria.




- Esto es acompañado por un fuerte acortamiento de los plazos: las letras a tres meses o menos representan el 47,6 % de la cartera cuando en diciembre significaban sólo el 11,5 %. Mientras que las operaciones de pases son a plazos entre uno y siete días.
- El crecimiento permanente de los pasivos del BCRA con tasas crecientes –y a plazos que tienden a ser cada vez más cortos– genera un efecto "bola de nieve".
- Si no se toman medidas correctivas con anticipación, la "bola de nieve" termina siendo inmanejable, concluyendo en una (nueva) crisis del sistema bancario y drástica caída de las reservas.

  Los inversores reclaman cada vez tasas más altas para mantener su colocación, hasta que llega un momento en que la percepción de riesgo es tal que no existe nivel de tasa suficiente para detener su éxodo hacia activos seguros.
- Adicionalmente, la actual política cambiaria no ha logrado su declamado propósito competitivo: el tipo de cambio sigue deteriorándose en términos reales (y nominales). En los primeros cinco meses de este año, con una inflación local acumulada de 5,2 %, el dólar experimentó una baja del 3,4 %.

- La inflación ha funcionado así como un mecanismo de ajuste para la desviación cambiaria: su efecto es el de producir una depreciación del valor local del dólar en términos reales.
- Consideramos que el propósito primero que persigue la política cambiaria no tiene tanto que ver con la supuesta competitividad –refutada por la coexistencia de una brecha cambiaria y un déficit bilateral con Brasil crecientes– si no en asegurar una caja holgada vía retenciones a las exportaciones. Las retenciones son la razón de ser del tipo de cambio alto, y no al revés.

➢ El pobre nivel de la inversión condiciona el futuro de la actividad económica pero tiende sombras también sobre la evolución de la inflación.

- En marzo fue de 17,2 % del PBI, cayendo 1,9 % respecto a diciembre y evidenciando que la inversión se limita a proyectos de limitada envergadura y de corto plazo.
- Los crecientes niveles de utilización de la capacidad instalada imponen, sin embargo, un nivel significativo de inversiones para ampliar capacidad y poder seguir creciendo.
- La progresiva saturación de la capacidad instalada (por crecimiento del consumo) ante un nivel de la inversión bruta insuficiente (incluso para mantener el stock de capital productivo) generará presiones adicionales sobre los precios.
- La IED durante el primer trimestre sumó sólo U$ 588 MM.
- Una política de tasas pasivas negativas y activas positivas no transmite señales adecuadas ni a la inversión (castiga el ahorro interno, esencial para que crezca la inversión bruta ante la escasez de IED) ni a los precios (alienta el gasto y eleva los costos).

➢ Aumentos salariales no ligados a mejoras en la productividad pueden tener doble efecto: inflacionario y recesivo.

- En aquellos sectores competitivos, que operan con márgenes estrechos y demanda elástica, los aumentos salariales pueden generar complicar la situación económico-financiera y conducir a una disminución de la actividad por despidos, suspensiones, recorte de gastos, o cierre.
- Los sectores monopólicos u oligopólicos podrán trasladarlos a sus precios, que incidirán sobre el índice de inflación.
- Las nuevas concesiones salariales por parte del gobierno conducirán a un nuevo recalentamiento de los precios sobre los últimos meses.
- Como advertimos a principios de año, los precios minoristas han comenzado a limar la notoria brecha que los separa de los mayoristas desde el abandono de la convertibilidad: los primeros subieron 63 % mientras que los últimos treparon 120 %.

➢ El tercer trimestre, a punto de comenzar, será particularmente exigente para el manejo financiero del gobierno.

- Se deben pagar U$ 4250 MM por servicios de BODEN, Préstamo Garantizado y organismos multilaterales.

- Agosto es el mes que concentra más vencimientos, con U$ 2750 MM, mientras que en diciembre alcanzan los U$ 2500 MM.
- La necesidad de no sufrir mínimos traspiés antes de las elecciones y la postergación hasta después de octubre –para resguardar la imagen de "negociador duro" con la mira puesta precisamente en las elecciones– de la firma de un nuevo acuerdo con el Fondo estrechan el margen de maniobra.
- Seguiremos reemplazando crédito barato con fondos caros: el gobierno dispondría en las próximas semanas el llamado a licitación para colocar al menos $ 2000 MM adicionales de BODEN 2014.
- El monto a colocar de nueva deuda en caso de no lograrse un acuerdo con el FMI será de U$ 3300 MM mientras que con una refinanciación de todos los vencimientos con los multilaterales, la emisión de deuda adicional se podría limitar a unos U$ 1300 MM.
- Una salida al mercado internacional está por el momento descartada por el riesgo de sufrir nuevos embargos.
- La demora en firmar un nuevo acuerdo –que muy probablemente se alcance en forma inmediata a la cumplimentación de los comicios– conviene tanto al oficialismo argentino como al directorio del Fondo.
    - Al primero le permite capitalizar electoralmente su trabajada imagen de "duro defensor de la dignidad nacional".
    - Para el Fondo, significa seguir reduciendo exposición a riesgo argentino: según el organismo, en 2005 los pagos netos ascenderían a unos U$ 4200 MM, a lo que se sumarían casi U$ 700 MM adicionales correspondientes al Banco Mundial.

      Sólo en el primer trimestre, hubo cancelaciones netas por casi U$ 1200 MM a los organismos multilaterales.

➢ El frente externo sigue ayudando, pero con volatilidad.

- Los mejores precios de la soja, la suba del crudo y el achatamiento de la curva de rendimientos en EEUU (tasas de corto en alza y levemente inferiores a las de largo) favorecen a la economía argentina.
- Con bonos argentinos se puede obtener hasta doce puntos más de retorno anual que con un bono estadounidense de similar duración (4 %).
- La pérdida de 15 MM de toneladas en la cosecha brasileña puede llevar a una menor superficie cultivada en la próxima temporada, impulsando a la suba los precios de la soja.
- En trigo, Brasil podría perder hasta un millón de toneladas, lo que significaría un aumento de exportaciones a quien ya es nuestro principal comprador en ese rubro.
- Pero la actividad local podría sufrir si se acentúa la desaceleración de la economía brasileña en los próximos meses.

- Una esperada nueva suba de la tasa de referencia generará algún grado de volatilidad adicional en los mercados emergentes.
- La actividad global constituye otro factor amenazante: el mencionado achatamiento de la curva de rendimientos, si bien por el momento favorece a los mercados emergentes, podría anticipar una futura recesión a escala mundial.
- La suba del crudo eleva los costos de producción, presionando sobre los precios, lo que puede llevar al alza de las tasas de interés para mantener bajo control la inflación.
- Estos niveles de precio del barril de crudo pueden provocar una disminución de hasta 1 % anual en el crecimiento argentino, de los EEUU y de Japón. Afectaría algo más a Europa y muy particularmente a China y la India, que podrían recortar su crecimiento entre 1,5 % y 2,5 %.