



Indice

*Crónicas políticas* pág. 1

*Compacto y destacado* pág. 4

*Elementos sobresalientes* pág. 11

*Novedades* pág. 24

*Qué se puede esperar* pág. 25

Massot / Monteverde & Asoc.

13/3/07

[inc@ar.inter.net](mailto:inc@ar.inter.net)

---

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

Kirchner-Chávez-Washington

Permítaseme hacer un breve rodeo para analizar, a vuelo de pájaro, la “sociedad” —es una forma de decirlo, tan solo— entre Néstor Kirchner y Hugo Chávez y la incidencia que ésta pueda tener, a su vez, sobre las relaciones con Estados Unidos. Ante todo, un consejo: rasgarse las vestiduras en razón del reciente raid propagandístico del venezolano por nuestras tierras, carece de sentido. Expresiones tales como —¡que barbaridad! o, su análoga en estos casos, —¡que vergüenza!, debieran evitarse. Entre otras razones porque no sólo no sirven para nada sino también porque nada explican. Son producto de la impotencia personal pero, asimismo, aunque suene muy duro, de la incompetencia analítica.

Dicho lo cual, vayamos por partes. La Argentina es un país in-sig-ni-fi-can-te, expresado así a propósito, como se comprenderá, para que no queden dudas respecto de adónde apunto. Siendo insignificante puede permitirse el lujo —sin pagar precios demasiado onerosos— de obrar portentos y salirse con la suya. De lo contrario alguien debería explicar lo barato que nos salió la irresponsabilidad del mayor default de la historia conocida. Al no tener peso ni en el comercio mundial ni en términos de la seguridad internacional y estar geográficamente situado en un subcontinente sin hipótesis de guerra a la vista, que ha pasado a ser prioridad 824 para el Departamento de Estado, la Argentina es un actor menos que marginal en el mundo.

*Próximo desayuno abierto*

*martes 27 de marzo*

Los dilemas kirchneristas

Las alianzas en curso

El mapa electoral

Amistad con EEUU vs relaciones carnales con Venezuela

Inflación y actividad de cara a las elecciones

Perspectiva del dólar y tasas de interés

La economía global: ¿crisis o corrección pasajera?

Reservas al 4314-8600 ó a [inc@ar.inter.net](mailto:inc@ar.inter.net)

Av. Quintana 161

Es en este contexto y no en el del deber ser o en el que desearíamos estar que debe prestarse atención y ponderarse el vínculo tan particular con Venezuela. En materia de política exterior nuestro país pasó de ejecutar durante la década del '90 una estrategia en la cual se correspondía, casi a la perfección, el discurso de las “relaciones carnales” y las decisiones fundamentales de la diplomacia –desde el envío de un barco de la Armada al Golfo Pérsico hasta el desmantelamiento del Plan Cóndor–, a ejecutar otra en donde en el discurso priman las parrafadas antiimperialistas y en los hechos –lavado de dinero y financiación del terrorismo– hay una complementación con Washington.

Cuando hace un mes, poco más o menos, nos visitaron Nicholas Burns –tercer hombre en importancia dentro del Departamento de Estado– y Tom Shannon, dejaron perfectamente en claro cuáles son los temas importantes y urgentes y cuáles no. Suponer que el gobierno norteamericano iba a ponernos en el index de los países indeseables o no llevarnos más el apunte por el show provocativo que, inoportunamente, Kirchner autorizó montar en Mar del Plata en presencia de Bush,

---

es no entender como actúa la diplomacia americana. Si entonces no reaccionó de manera airada tampoco lo hará ahora el presunto agravio de haber fogoneado el acto en Ferro contra la visita de su presidente a Brasil y Uruguay.

La Argentina ha logrado poner en la lista de Interpol a unos cuantos funcionarios y ex-funcionarios del gobierno iraní. No importa que nunca los encuentren o logren extraditarlos. En términos de lo que cuenta en este momento, la asociación de uno de los regímenes malditos –integrante del Eje del Mal– con el atentado terrorista a la AMIA es de un gran valor para Washington. Ciertamente, si acaso pudiesen ser comparados, compensaría cien actos como el de Ferro y otras tantas reuniones como las de Mar del Plata.

Nadie que no fuera iluso de colección podría creer seriamente que Estados Unidos pone en un pie de igualdad el discurso y la decisión. Que la Argentina haga buenos negocios con su socio venezolano no es problema. No lo es, tampoco, que Chávez y Kirchner pueblen sus alocuciones públicas con tópicos setentistas, populistas o socialistas. A condición, claro, que al santacruceño no se le ocurra, por ejemplo, venderle un reactor atómico a Caracas o visitar con Chávez a Irán o Corea del Norte y plegarse a su estrategia.

Resumiendo: es conveniente no dejarse llevar en el análisis por las emociones, los principios, las observancias ideológicas o por lo que reluce: “lo esencial es invisible a los ojos”, según se puede leer en El Principito de Saint-Exupery. La Argentina no sólo no es socia ni aliada ni amiga de Estados Unidos sino que es una nación poco confiable para el gigante del Norte. Entre otras razones por sus andanzas con Hugo Chávez. Lo cual no quita que, en cuanto a los intereses americanos, sean más importantes los temas en los que coincidimos que en aquellos en los que disentimos. Aún a riesgo de ser redundantes: la posición respecto de Irán es, desde el punto de vista estratégico, de mucho mayor peso que los desplantes de Mar del Plata o las cargas verbales de Ferro.

Kirchner no se llama a engaño en esto o, como dirían en el tablón, no come vidrio. No necesita a Washington y no es un secreto para nadie que Bush esta en su cuarto menguante. Electoralmente, en un país como el nuestro, tan antinorteamericano de la boca para afuera, lanzarle unos cuantos dardos al país del norte y abrirle las puertas de Ferro a Chávez –aunque sin ninguna presencia oficial– es una típica jugada del santacruceño. No hubiera actuado así y de hecho no lo hizo en los dos primeros años de su mandato, cuando era menester tener algún apoyo de Bush de cara a la

---

renegociación de la deuda. Al salir airoso de esa puja, Kirchner no jugó con fuego pero privilegió vis à vis Estados Unidos una política de discursos altisonantes y gestos displicentes, a la par que decisiones claves convergentes con las del Departamento de Estado.

No es oro todo lo que reluce. Hasta la semana próxima.

### Compacto y destacado

- Del control de la economía al control de la información: el gobierno da nuevos pasos hacia el manejo completo de las estadísticas y datos oficiales.
  - Acosado por la intromisión oficial y la tergiversación de los relevamientos, L. Mármara dejó la dirección del INDEC.
    - Ya el año pasado había amenazado con su renuncia pero ésta había sido rechazada por el gobierno, por lo que desde enero se encontraba en uso de licencia por razones de salud.
    - Se esperan nuevos cambios en el manoseado organismo y en otras áreas de la administración.
  - Ya se puede advertir que difícilmente la inflación oficial del corriente año alcance tan siquiera el nivel –ya “dibujado”– de 2006.
    - Nótese, sin embargo, el creciente ritmo inflacionario evidenciado en la recaudación de tributos fuertemente ligados a la marcha de los precios.
      - El IVA DGI recaudó 35,9 % más que en febrero del año pasado; la suba interanual del bimestre fue 34,6 %.
      - El impuesto a los débitos y créditos bancarios recaudó 42,3 % más que un año atrás.
    - Por mucha mejora en la efectividad recaudatoria que se compute, queda claro que la inflación real marcha muy por delante de la oficial.
    - La percepción de amordazamiento del índice impulsará a los actores económicos a sobreestimar, con fines protectivos, la magnitud de los aumentos a aplicar en los precios y en los costos de los factores.
  - Sujeto también a presiones, renunció el subdirector de la Oficina Nacional de Presupuesto. A principios de año, molesta por la manipulación de información presupuestaria, ya había hecho lo mismo S. Vega, su experimentada y antigua directora.

- 
- Escudados en la ley de Responsabilidad Fiscal, excluyeron de la contabilización de la ejecución presupuestaria las transferencias automáticas (pero que no son coparticipación) a las provincias, como el FONAVI y el Fondo para el Conurbano.
    - En la situación fiscal de enero dejaron de computarse como gasto; para hacer que los datos de enero sean homogéneos con la serie histórica deben incorporarse esas transferencias.
    - El cambio contable va más allá de la obvia manipulación de la información –el aumento efectivo del gasto fue de casi 50 % contra el 2 % informado por el gobierno– sino que permite eludir el sistema de fiscalización establecido por la ley de Administración Financiera al quedar esas partidas excluidas de la ejecución presupuestaria.
  - Expectativa por los datos de inversión al cuarto trimestre que se informan esta semana.
    - La drástica desaceleración observada en la inversión fija podría impulsar a un nuevo “retoque “ metodológico.
    - El fuerte salto de enero en las erogaciones para obra pública servirá para mejorar el desempeño en el primer trimestre.
    - El ministerio de Infraestructura contará con recursos por unos \$ 28000 MM, el doble que en 2006.
  - Ante la falta de inversiones, forzarán nuevamente a las generadoras de energía a destinar parte de sus acreencias con CAMMESA a las nuevas centrales de ciclo combinado.
    - El financiamiento de las centrales no fue completado y el gobierno espera obtener de las compañías U\$ 200 MM adicionales por esta vía.
    - Los nuevos grupos energéticos locales –Dolphin (Mindlin) y SADESA (Miguens)– intentan reemplazar esa capitalización por un compromiso de nuevas inversiones; en ese caso, el gobierno aceptaría la liberación de los fondos adeudados a cambio de un compromiso de inversión que los triplique.
  - Sigue erosionándose la solvencia fiscal.
    - Además del feroz crecimiento del gasto (casi 50 % interanual), cada vez es más significativo el aporte de los fondos de organismos descentralizados y fideicomisos para exhibir superávit.
      - De no computarse esos créditos, enero habría arrojado déficit financiero.
      - Parte de la suba se debe a erogaciones del año pasado pendientes de pago.
      - Las erogaciones por jubilaciones, como resultado de los nuevos regímenes de jubilación subsidiada –sin aportes previos– fueron el rubro de gastos que más subió: 68 % interanual. Se esperan nuevas subas a los haberes jubilatorios en este año electoral.

- 
- En febrero la recaudación aumentó 27,4 % interanual, inferior a la suba registrada en los meses previos.
  - Para inflar la posición fiscal de febrero contarán con dividendos del BCRA por \$ 1000 MM que pidieron que anticipara.
  - A partir de este mes impactará la reducción en la recaudación de Ganancias por la suba del mínimo no imponible.
    - Implica un costo fiscal anual –según números oficiales– de unos \$ 1550 MM.
    - Para las provincias significará una pérdida de unos \$ 700 MM en la masa coparticipable.
    - La provincia de Buenos Aires –acosada por una ya delicada situación financiera– sufrirá un recorte de unos \$ 100 MM por este motivo.
  - Ampliaron 67 % las partidas del ministerio de Economía para que pueda implementar los nuevos subsidios a la producción.
  - Subsidios que se multiplican, costos crecientes de la obra pública –con frecuente modificación de los presupuestos originales– y previsibles mejoras a la administración pública, jubilados y planes sociales en el marco de un año electoral seguirán presionando sobre el resultado primario.
- Estudian implementar más subsidios y penalidades para contener la suba de los alimentos.
- Al cierre total de las exportaciones de trigo y harina se agregarían otras medidas.
  - Los nuevos subsidios serían acompañados de aumentos de retenciones o nuevas trabas a la exportación, como ya ocurrió con los U\$ 500 MM destinados a los productores de pollos, lácteos, aceites y harinas.
  - La fuerte suba de los alimentos en los últimos meses impacta directamente en el indicador de indigencia.
  - La escasa oferta de hacienda se está haciendo sentir en un creciente mercado paralelo, con subas de hasta 12 % en el valor de los cortes en mostrador.
  - Le otorgarán nuevas facultades de penalización a la ONCCA, pero esta vez la atención también será puesta en la industria alimentaria.
- Las trabas a las exportaciones, los subsidios cruzados y la arquitectura tributaria actual –con fuerte apoyo en las retenciones a las exportaciones– asumen como normal una situación internacional absolutamente extraordinaria.
- Las retenciones y el impuesto a los débitos, excedieron en enero en 35 % a todo el superávit primario.
  - Bajas tasas internacionales y mínima prima de riesgo para mercados emergentes, inusualmente favorables términos para nuestro intercambio comercial y un alto tipo de cambio real son los principales factores gravitantes del marco externo.

- 
- El riesgo país se ubica en torno a los 200 pb cuando en lo mejor de la convertibilidad alcanzó los 290 pb.
    - Pero la caída del riesgo-país no se puede exhibir como un logro local sino que es el resultado de una liquidez superabundante y un temerario apetito por mayores rendimientos financieros.
    - Ello ha conducido a un nivel del indicador inconsistente con la situación de default en que se encuentra una parte significativa de la deuda con acreedores privados (holdouts).
    - Los mercados emergentes sufrieron un importante drenaje de fondos en los primeros días de caída de las bolsas mundiales.
    - En un escenario de persistentes caídas en los mercados, el riesgo país podría ubicarse con facilidad 50 % por arriba de los niveles actuales, lo que afectaría nuestro ya hoy muy limitado acceso al financiamiento y el nivel de actividad.
  - La Argentina también goza hoy de términos de intercambio extraordinariamente favorables.
    - Ello se dio porque coincidió un formidable aumento en los precios de nuestros exportables con una caída inusual en los precios de algunas importaciones: en 2006 los primeros subieron 9 % mientras que los precios de los bienes importados aumentaron sólo 3 %.
    - Los términos de intercambio actuales superan en 7 % los valores máximos de 1996.
    - No es realista suponer –pese a las esperanzas puestas en China y la India y en el desarrollo de la globalmente subsidiada industria de los biocombustibles– que está inédita situación de los precios relativos internacionales se sostenga indefinidamente.
    - Tanto más en un escenario de mercados convulsos: los primeros coletazos de la corrección iniciada la semana pasada impactaron en los precios de los productos agropecuarios.
  - Si el dólar caro ha sido la herramienta para darle vida a los sectores menos competitivos (esto es el modelo “sustitutivo de importaciones”), debe quedar claro que tampoco es posible sostener por mucho tiempo un nivel alto –en términos reales– del tipo de cambio.
    - El sostenimiento artificial del dólar implica una permanente emisión monetaria que es responsable de una inflación que ya no pueden disfrazar los controles de precios.
    - Aún cuando –merced a emisión y a un incesante endeudamiento cuasifiscal– se logre sostener el tipo de cambio nominal, esa inflación local significa una apreciación en términos reales del peso frente al dólar (o, lo que es lo mismo, un menor valor de esta moneda respecto a nuestros bienes).
    - Mientras no se recupere la disciplina monetaria, la inflación persistirá; por lo que una caída paulatina del tipo de cambio real es inevitable.

- 
- Para aliviar la tarea del BCRA, el Banco Nación se habría comprometido a efectuar compras diarias del orden de los US\$ 25 MM.
    - La contribución del Tesoro permite disminuir el ritmo de expansión monetaria.
    - En 2004 el Tesoro adquirió el 40 % del excedente cambiario.
    - En 2005 contribuyó 30 % del excedente.
    - Pero en 2006 el Tesoro absorbió apenas el 4 % del superávit cambiario de US\$ 13362 MM; el resto fue emisión.
    - Este año el superávit excedería los US\$ 14000 MM.
  
  - Nuestro análisis de la coyuntura internacional de la semana pasada permanece vigente, pese a las subas que se registraron entre el jueves y el lunes.
    - Los mercados permanecen sobre-sensibles a los nuevos datos, en una u otra dirección, por lo que es indispensable tener claro la situación estructural para moverse en el marco de esta acentuada volatilidad.
    - Intentar explicar lo ocurrido en función a novedades de los últimos días es errar en la comprensión de estos fenómenos.
  
  - Lo que ocurre son circunstancias que no son nuevas pero que el apetito de ganancias es capaz de despreciar, aunque sólo por un tiempo:
    - Una es que los mercados mundiales vienen de una larga onda expansiva, montada –como ocurre siempre en estas situaciones– en un formidable leverage (apalancamiento de los resultados que surge de comprar activos financieros sin usar fondos propios, tomando créditos garantizados por esos mismos activos).
    - Otro factor, ligado a ese apalancamiento, es la proliferación de vehículos de inversión y derivados que ha significado un crecimiento de los activos financieros por encima aún de la fuerte suba de los activos reales a ellos vinculados.
    - Otro elemento es el descenso a niveles minúsculos de los premios por riesgo, como es el caso del riesgo-país de países como Ecuador –al borde de un default– o de la Argentina –que ha repudiado deuda por decenas de miles de millones de dólares correspondientes a holdouts.
    - También hemos venido destacando la persistente reversión en la curva de rendimientos estadounidense. En seis de las siete oportunidades en que la economía entró en recesión desde 1960, las tasas de corto plazo sobrepasaron las de largo.
    - Por último tenemos la exorbitante y siempre creciente magnitud del déficit externo –que podría alcanzar el 7 % del PBI este año– y del endeudamiento estadounidense, con las consiguientes dudas sobre la disposición de los inversores a refinanciar y ampliar continuamente ese crédito.
    - Es obvio que la necesaria reducción de ese déficit ocasionará una reducción de la liquidez global y consiguiente caída de los activos.



- 
- Por cierto que algunos eventos permitían avizorar la proximidad de resbalones más serios: el previsible derrumbe inmobiliario en los EEUU no representó un acontecimiento menor a la hora de estimar la evolución del resto de la economía más grande del mundo.
    - El apalancamiento negativo que genera la explosión de burbuja inmobiliaria tiene serio impacto sobre el mercado del crédito hipotecario y financiero en general.
    - La caída de los bienes raíces está aún lejos de concluir debido al lag existente entre el momento en que se inicia una obra y su finalización: esto significa que grandes cantidades nuevas viviendas –iniciadas con posterioridad al derrumbe– continuarán inundando un mercado que ya es claramente excedentario.
    - Por lo tanto, cabe esperar que la caída de los valores y la paralización del sector se prolonguen y acentúen al menos en los próximos seis meses.
      - Se observa un aumento de los niveles de mora en el segmento hipotecario subprime –de baja calificación y alto riesgo– que obliga a algunas entidades a recomprar préstamos colocados a inversores, colocándolas al borde de la quiebra.
      - Un estudio de Lehman Brothers estimó que, aún manteniéndose estables los valores de las propiedades, las carteras morosas podrían trepar a U\$ 225000 MM en los dos próximos años.
    - En estas circunstancias, es previsible que desaparezca el crédito hipotecario, lo que arrastraría a otras líneas de préstamos y –junto a la caída de los precios de los activos– afectaría el gasto de los consumidores, principal motor de la economía norteamericana.
    - Mientras las caídas de los activos puedan ser absorbidas por los inversores apalancados no acarreará una reversión del leverage, que implicaría una difusión y espiralización de las pérdidas.
  - Tal como vinimos sosteniendo en los últimos meses, al alertar sobre las consecuencias globales de un aterrizaje más brusco que lo esperado, los mercados de materias primas y commodities agropecuarios acusaron el sacudón.
    - Si bien aún no asistimos a la reversión de un ciclo, podemos estar en su preludio; y debe quedar claro que no somos inmunes a una crisis externa.
    - Habíamos destacado los inocultables vasos comunicantes entre la economía estadounidense y los gigantes emergentes asiáticos, como también advertimos la falta de realismo de un supuesto aislamiento local a un crack externo.
  - En las crisis, activos que no están relacionados entre sí pueden comportarse de manera parecida; el vínculo lo pueden dar los lazos económicos y financieros existentes entre los inversores de esos activos.
    - El alza del yen está estrechamente ligada a la caída los mercados.
      - Las bajísimas tasas japonesas habían estimulado el endeudamiento en yenes para fondear compras de activos de alto rendimiento nominados en otras monedas, que ahora se revierte.

- 
- Las pérdidas en activos de riesgo llevaron a liquidar posiciones de carry trade.
  - Este fly to quality, resultante en una liquidación de activos en baja y recompra de yenes revaluados, puede dar lugar a una peligrosa realimentación de las pérdidas. La suba del yen estimula a su vez a desarmar operaciones de carry trade, arrastrando a la baja los precios de los activos que se venden.
  - Los fondos de inversión especializados en mercados emergentes sufrieron una sangría de casi U\$ 10000 MM en la primera semana de caída.
  - Los cereales también sufrieron pérdidas.
  - Ni siquiera el petróleo y los metales pudieron escapar a una repetición de ruedas bajistas en los mercados financieros.
- Con poco más de un tercio del PBI mundial, una desaceleración pronunciada de los EEUU –y un eventual incremento en sus barreras comerciales– tendrá serias consecuencias en las economías de China y la India.
- Hemos advertido en varias oportunidades que en el caso de China se añade cierta falta de fiabilidad de la información económica y financiera oficial.
  - Un deterioro de la economía de los dos gigantes asiáticos impactaría seriamente en el precio de cereales y materias primas.
  - Lo que tendría, a su vez, graves consecuencias para nuestra actividad económica y para la situación fiscal (por caída de los ingresos públicos).
- A contramano de lo sostenido por muchos analistas, la Argentina no es invulnerable a un agravamiento del marco internacional.
- El relativo aislamiento financiero de la Argentina, antes que preservarla, sólo demora y encamina por otras vías el impacto de una crisis de alcance global.
  - No comenzaría con una corrida contra las reservas sino que golpearía primeramente el valor de los activos locales, y debilitaría nuestras exportaciones y el nivel de actividad, provocando un fuerte deterioro de la solvencia fiscal.
  - La caída de los mercados se cobró una primera víctima local: el gobierno bonaerense debió suspender sin plazos la colocación de un eurobono a 20 años.
- Restricciones en la ejecución presupuestaria, más compras de divisas y renovado impulso a la demanda interna serían algunas de las medidas que el gobierno argentino implementaría para suavizar el impacto de una crisis que se generalizara.